

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**04/2008**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





**El Banco de España difunde todos sus informes  
y publicaciones periódicas a través de la red Internet  
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,  
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2008  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado

IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.



## ÍNDICE

<b>Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero</b>	<b>11</b>
<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	25
2 Entorno exterior del área del euro	33
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	40
4 La economía española	56
5 Evolución financiera	76
<b>Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares</b>	<b>89</b>
<b>Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares</b>	<b>107</b>
<b>Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING)</b>	<b>115</b>
<b>Informe semestral de economía latinoamericana</b>	<b>125</b>
<b>Regulación financiera: primer trimestre de 2008</b>	<b>151</b>
<b>Indicadores económicos</b>	<b>1*</b>
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	<b>67*</b>

SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y DEL SECTOR FINANCIERO.  
CONFERENCIA DE APERTURA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,  
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, EN EL XV ENCUENTRO DEL SECTOR FINANCIERO

**Situación de la economía española y del sector financiero.**  
**Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España,**  
**Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero**

Mi intervención estará centrada en la economía española, que, como es natural, se ha visto afectada por los cambios del contexto internacional desencadenados por la profundización de la desaceleración de la economía norteamericana, la trayectoria alcista de los precios del petróleo y la prolongación del episodio de turbulencias financieras.

Por ello, iniciaré esta conferencia haciendo una breve referencia a la situación en Estados Unidos y en Europa, para concentrarme luego en las perspectivas macroeconómicas para España y tratar de precisar su grado de exposición a las turbulencias financieras internacionales. Concluiré, finalmente, con algunas consideraciones de política económica.

Estados Unidos es el país en el que el deterioro de las condiciones macroeconómicas ha sido más acusado. Los efectos del fuerte ajuste que estaba teniendo lugar en su sector inmobiliario se vieron amplificados por las consecuencias de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y afectaron severamente a la confianza de las empresas y de las familias. Las perspectivas que maneja la mayoría de los analistas para 2008 apuntan a una fuerte desaceleración en los primeros trimestres del año, incluso recesión en alguno de ellos, aunque cualquier proyección a un mayor plazo está rodeada de un grado de incertidumbre considerable.

En la zona del euro, a lo largo del año pasado se fueron materializando algunos de los riesgos que amenazaban el mantenimiento del dinamismo económico: la apreciación del euro; el encarecimiento del petróleo, de otras materias primas y de los alimentos; y el deterioro de la confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación generados por las tensiones financieras, además de los efectos del citado debilitamiento de la economía norteamericana. Todo ello se tradujo en Europa en una ralentización del ritmo de actividad en la última parte del año, aunque manteniendo un tono más vigoroso que el registrado al otro lado del Atlántico. Esta capacidad de resistencia mostrada por la eurozona lleva a los analistas a proyectar para los próximos trimestres ritmos de crecimiento más atenuados, pero no muy alejados del potencial, aunque con dosis de incertidumbre similares a las referidas en el caso de la economía americana.

En cuanto a la evolución de los precios en la zona del euro, la tasa de inflación se sitúa, en marzo de 2008, en el 3,5%. Un dato preocupante, que refleja las fuertes presiones alcistas a corto plazo que han desatado los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses. Cabe esperar que, aunque la inflación se vaya a mantener en tasas superiores al 2% durante bastantes meses más, en la segunda mitad de este año comience una fase de progresiva reconducción hacia ese nivel, aunque existen importantes riesgos de desviaciones al alza, ligados, fundamentalmente, a la posibilidad de que emerjan efectos de segunda ronda en la fijación de salarios y precios.

La economía española, por su parte, finalizó el año 2007 con tasas de crecimiento del PIB que podrían calificarse de robustas —alrededor del 3,5%—, pero comenzó a dar signos de encontrarse en un proceso de cambio de fase cíclica, tras una etapa expansiva que había durado más de diez años. La información disponible para los primeros meses de este ejercicio confirma esta percepción sobre el tono de la situación macroeconómica interna.

El crecimiento medio del PIB en 2007 se elevó hasta el 3,8%, fruto de una cierta moderación de la demanda interna y de una mejora de la aportación de la demanda exterior neta al



crecimiento del producto. En este contexto, la trayectoria de desaceleración que inició la economía española a lo largo del año resultaba coherente con un cierto agotamiento de algunos de los impulsos expansivos que habían sustentado el dinamismo del gasto en los años previos, así como con la propia maduración del ciclo económico. Qué duda cabe de que el aumento de los tipos de interés por parte del BCE —desde finales de 2005 hasta junio de 2007— y los incrementos cada vez más moderados del precio de la vivienda empezaron a ejercer una influencia moderadora de las decisiones de consumo e inversión residencial ya en 2006. Esta pérdida gradual de dinamismo de la demanda interna continuó durante 2007, pero no se reflejó en igual magnitud en el PIB, debido al efecto compensador de la demanda exterior neta.

A esta dinámica de ajuste interno se sumó, a partir del verano de 2007, el efecto inducido por el episodio de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que se tradujo en un deterioro de las expectativas de los agentes y se dejó sentir en algunos componentes del gasto ya en los últimos meses de 2007 —en el consumo y, sobre todo, en la inversión residencial—, pero con mayor nitidez en los primeros meses de este año.

En todo caso, cabe señalar que el debilitamiento del consumo se estaría produciendo sobre unas cifras de cierre de 2007 relativamente altas, con tasas de crecimiento cerca del 3%, sustentadas en el dinamismo de la renta disponible. Pero, sobre todo, merece la pena recordar que la inversión en equipo concluyó el año con tasas de avance próximas al 9%, lo que subraya el vigor de la actividad empresarial en los últimos meses del pasado ejercicio, en un contexto de buenos resultados empresariales y de favorables perspectivas de demanda.

Por su parte, la demanda de viviendas, que había iniciado una trayectoria de desaceleración suave a mediados de 2006, en respuesta al encarecimiento del coste de financiación y de las menores expectativas de revalorización de los inmuebles, parece estar mostrando, según la última información disponible, una mayor sensibilidad al deterioro de la confianza de los agentes. Los datos más recientes muestran una pérdida de dinamismo de la actividad y del empleo en el sector de la construcción y en sus actividades conexas, y, con carácter más general, pero más atenuada, en el resto de la economía. En todo caso, cuando se considera el ajuste del sector residencial que está teniendo lugar y que resultaba inevitable tras una etapa prolongada de crecimiento de la oferta, no deben perderse de vista los importantes soportes con los que cuenta la demanda de vivienda a medio plazo en España, y que deben ayudar a modular el alcance y la intensidad del mismo.

Por su parte, el intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo está arrojando resultados relativamente favorables en los últimos trimestres, contribuyendo a que la demanda exterior en términos netos tenga una aportación positiva a la expansión del producto y a mitigar, por lo tanto, la pérdida de impulso de la demanda interna. Hay que destacar, en particular, la resistencia que han mostrado las exportaciones en el último año, a pesar de la significativa apreciación del tipo de cambio del euro y de que los mercados de exportación perdieron algo de empuje, empezando a detectarse un cambio incipiente en la orientación de nuestras exportaciones hacia mercados más dinámicos.

A pesar de todo ello, las necesidades de financiación de la nación siguieron ampliándose, aunque a un ritmo menor que el de años anteriores, hasta alcanzar un importe equivalente al 9,5% del PIB en 2007, que se debe, principalmente, al acusado y esperado deterioro del saldo de rentas. La tendencia hacia una moderación de la inversión de las empresas y, sobre todo, de las familias debería permitir una reconducción del desequilibrio exterior hacia niveles más reducidos.

El ritmo de creación de empleo se fue adaptando al perfil de desaceleración gradual de la actividad en la segunda parte del año pasado, hasta concluirlo registrando tasas de crecimiento del 2,5%. Esta trayectoria ha continuado, de manera algo más pronunciada, en los primeros meses de 2008, afectando, sobre todo, al empleo en el sector de la construcción y también, aunque en menor cuantía, a las actividades manufactureras, algunas de las cuales están muy relacionadas con las de aquella rama productiva. El empleo en los servicios está mostrando, por el contrario, una resistencia muy superior.

A pesar de esta pérdida de dinamismo del mercado de trabajo, los costes laborales empezaron a repuntar en 2007, cuando la remuneración por asalariado creció a una tasa del 3,6%, y han seguido haciéndolo en los primeros meses de 2008, con crecimientos de las tarifas de convenio hasta febrero del 3,5%. Resulta muy probable que, una vez que se tenga en cuenta el efecto de la cláusula por la desviación de la inflación en 2007, los costes laborales puedan situarse en 2008 en cotas superiores al 4% para casi el 70% de los trabajadores con convenio del sector privado.

Este desarrollo resulta poco afortunado justamente en el momento de cambio de fase cíclica al que se enfrenta la economía española, pues puede terminar incidiendo negativamente en las decisiones de contratación de las empresas, acentuando el ajuste del empleo en un entorno de incertidumbre macroeconómica. Y también resulta poco adecuado desde el punto de vista de su impacto sobre la inflación, en un momento en que está experimentando un acusado deterioro, con tasas de crecimiento del índice de precios de consumo superiores al 4,5% en los últimos meses.

Es verdad que la trayectoria alcista de la inflación, impulsada por las importantes elevaciones en los precios del petróleo y de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales, es un fenómeno común a la mayoría de las economías, pero en España estas presiones se suman a una situación en la que persisten sesgos alcistas en la formación de costes y precios, lo que acentúa el riesgo de que el deterioro de la inflación se propague hacia el resto de la economía.

De cara al futuro inmediato, las proyecciones macroeconómicas que acaba de publicar el Banco de España apuntan a que la demanda nacional continuará perdiendo dinamismo —tanto en su componente de consumo como en el de inversión de capital—, aunque ello se vería parcialmente compensado por la mejoría de la aportación del saldo neto exterior. En este contexto, el crecimiento del PIB podría situarse alrededor del 2,4% en 2008. En cuanto a las perspectivas de inflación, cabe prever un incremento del deflactor del consumo privado hasta una tasa media del 3,6%, aunque con un perfil de desaceleración a lo largo del año.

Desde el Banco de España se ha señalado en numerosas ocasiones que la economía española ha experimentado en los últimos años transformaciones de calado que han ampliado su capacidad de crecimiento potencial y la han dotado de elementos de flexibilidad que la han situado en mejores condiciones para afrontar las perturbaciones que puedan surgir. Tal es el caso de su pertenencia a la Unión Económica y Monetaria, del notable dinamismo poblacional y del esfuerzo de capitalización realizado en los últimos años, que han dotado a la economía española de buenas bases para el mantenimiento de una senda de crecimiento sostenido en el medio plazo. Pero qué duda cabe de que las perturbaciones externas que han emergido a lo largo del año pasado pueden erosionar la eficacia de los resortes mencionados.

Una posible fuente de riesgos procede de un menor crecimiento de la economía mundial, bien porque en algunas economías —en especial, la de Estados Unidos— sea mayor que lo esperado, o bien porque esa pérdida de dinamismo contagie de forma más intensa a otras áreas.

Esto dificultaría el papel amortiguador que debe desempeñar la demanda exterior en un contexto de desaceleración de la demanda interna. Otra línea de posibles riesgos es la que se derivaría de una eventual prolongación de las dificultades de financiación en los mercados internacionales generadas por las turbulencias. Permítanme profundizar más en esta segunda línea, porque entiendo que es especialmente relevante para su Encuentro.

Sobre la génesis y la propagación de las turbulencias se ha escrito y comentado mucho durante estos últimos meses, por lo que me centraré exclusivamente en las implicaciones de este episodio para el sistema financiero español, un asunto sobre el que también se ha escrito y comentado bastante, aunque quizá no siempre con el suficiente fundamento.

Las entidades de crédito españolas, como es bien sabido, han basado una parte importante de su negocio a lo largo de la reciente fase de expansión en la concesión de préstamos para la promoción y la adquisición de viviendas. Asimismo, bastantes de esos créditos han terminado transformándose en instrumentos financieros negociables en los mercados mediante un proceso de titulización.

Estas dos características que acabo de mencionar están, como todos ustedes conocen, en la raíz de los problemas que han experimentado algunas entidades de crédito en otras latitudes. Pero, antes de precipitarse a extraer de ello conclusiones insuficientemente fundamentadas, es imprescindible tener presentes las diferencias existentes entre las entidades españolas y las que, fuera de nuestras fronteras, han sufrido de manera más severa los efectos de las turbulencias. Como explicaré a continuación, estas diferencias son sustanciales y colocan a las instituciones financieras españolas en una posición sólida para enfrentarse a dichos efectos.

La primera diferencia —y, seguramente, una de las más importantes— radica en el hecho de que las entidades españolas han mantenido en sus balances los riesgos de los préstamos que han titulado. En nuestro país no se ha desarrollado en absoluto el modelo «originar para distribuir» que se ha seguido en otras latitudes y, en consecuencia, los incentivos de las entidades de crédito para valorar los riesgos de los préstamos de una manera cauta y rigurosa no se han rebajado. En estas condiciones, se entiende perfectamente por qué en España no han aparecido productos como las hipotecas de alto riesgo o *subprime* norteamericanas, que actuaron como detonante de la situación actual.

En segundo lugar, las entidades españolas no han recurrido a la titulización como un mecanismo para transferir riesgos fuera de sus balances, sino como un medio para captar recursos en los mercados mayoristas de financiación, con los que poder atender la demanda de préstamos de las familias y de las empresas. De aquí se deriva precisamente una segunda diferencia importante a favor del sistema financiero español, porque, cuando el objetivo principal es captar financiación y no transferir riesgos, no es preciso recurrir a la emisión de instrumentos financieros demasiado complejos.

Los valores que han emitido las entidades españolas se caracterizan, de hecho, por su sencillez, por sus plazos relativamente largos —y ajustados, por tanto, a los de los activos que financian— y por necesitar unas mejoras crediticias moderadas para alcanzar una elevada calidad. Es evidente el contraste con otros sistemas en los que han proliferado productos estructurados complejos, o vehículos ad hoc, como los *conduits* o los SIV, utilizados para canalizar la financiación de préstamos de baja calidad crediticia.

Del mismo modo, el peso en la cartera de las entidades españolas de estos productos estructurados, que sí han proliferado en los países más afectados, o de los valores emitidos por

esos vehículos especiales de financiación, es despreciable. En España, el modelo de banca tradicional minorista ha continuado siendo dominante, y esto explica también que sea igualmente marginal la exposición directa de nuestras instituciones financieras a otros elementos de riesgo asociados a los recientes desarrollos en los mercados financieros internacionales: así ocurre, por ejemplo, con las operaciones de financiación de grandes inversiones apalancadas (LBO) o con los llamados *monolines*, que son, como saben, agentes financieros especializados en asegurar el pago de numerosos bonos, entre los que figuran los vinculados a la titulación de las hipotecas de alto riesgo americanas.

En estas condiciones, es fácil entender por qué los resultados que han presentado las entidades españolas en el ejercicio 2007 apenas se han visto afectados por el episodio de tensiones financieras y han continuado avanzando a tasas en el entorno del 19%, sólidamente asentados en la mejora de las ratios de eficiencia. Su rentabilidad, tanto en términos de su activo como en relación con sus recursos propios, creció igualmente con respecto a 2006, situándose esta última prácticamente en el 20%.

La rentabilidad constituye, naturalmente, la primera línea de defensa para las entidades españolas frente a cualquier perturbación que pueda afectarlas negativamente. Pero su capacidad de resistencia se asienta, asimismo, en otros dos pilares: un importante volumen de provisiones, acumulado por el sistema durante la etapa de fuerte crecimiento del crédito gracias a los mecanismos prudenciales puestos en marcha por el Banco de España en el pasado; y una posición holgada en términos de solvencia. Para ilustrar con cifras estos extremos, señalaré que los fondos para insolvencias superan ampliamente el importe de los activos dudosos, al tiempo que la ratio de solvencia del sistema medida bajo la normativa estándar de Basilea se sitúa en el 11,4%, 3,4 puntos porcentuales por encima de lo exigido.

Estos elementos permiten afirmar que las entidades de crédito españolas afrontan la situación actual desde una posición de solidez que, en el contexto internacional, no está exenta de cierta singularidad. Solidez, no obstante, no es sinónimo de inmunidad, y sería imprudente, e impropio de un supervisor, no considerar con el suficiente detenimiento los posibles riesgos presentes.

En este sentido, quisiera comenzar refiriéndome a la evolución reciente de la morosidad de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda. Desde hace unos meses, la ratio de morosidad de este segmento del mercado crediticio presenta una tendencia creciente. Y, como seguramente seguirá creciendo en el futuro, me gustaría que se viera con preocupación, pero solo con moderada preocupación, por lo que diré a continuación. Primeramente, porque no debemos olvidar que se habían alcanzado unos niveles excepcionalmente bajos de morosidad como consecuencia de las abultadas tasas de crecimiento del propio crédito —el denominador de la ratio—, de manera que los aumentos habrían sido esperables incluso en ausencia de las actuales tensiones. En segundo lugar, porque los registros actuales continúan siendo relativamente bajos y se mantienen lejos de los que caracterizan a otros mercados. Pero, además, existen algunos rasgos específicos de nuestras prácticas financieras que tienden a limitar el alcance de esta fuente de riesgo. Y me refiero, fundamentalmente, al hecho de que en España, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, el incumplimiento por parte de las familias de sus obligaciones de pago derivadas de las hipotecas tiende a ocurrir solo en condiciones realmente extremas.

Los motivos para la preocupación podrían ser mayores en el caso de los préstamos destinados a la promoción inmobiliaria. Es cierto que la concurrencia de la maduración del ciclo inmobiliario con el desencadenamiento de las tensiones financieras internacionales ha resultado particularmente inoportuna para nuestra economía. Sin embargo, las pruebas de resistencia

que hemos realizado en el Banco de España para calibrar mejor el potencial alcance de este riesgo para las entidades muestran que, en líneas generales, la política de acumulación de provisiones y recursos propios seguida en los últimos años ha generado un colchón que permitiría absorber perturbaciones de un orden de magnitud comparable a las experimentadas en el momento peor de la crisis de los noventa.

Llego así a la que considero que es la principal fuente de incertidumbre en estos momentos, que no es otra que la que rodea a la evolución futura de los mercados financieros internacionales de financiación mayorista, en los que las posibilidades de captar recursos se han restringido hasta niveles extraordinariamente reducidos, impropios de un sistema financiero global desarrollado.

Hasta el momento, las entidades españolas han conseguido eludir en buena medida las consecuencias de este súbito estrechamiento de los mercados. Por un lado, gracias a que sus pasivos estaban emitidos a plazos relativamente largos, por lo que las necesidades de refinanciación de los préstamos concedidos se están materializando de una manera mucho más suave que en otros sistemas en los que el peso relativo de los títulos a corto plazo era mayor.

La escasa dependencia de los fondos captados en los mercados interbancarios de depósitos ha sido otro factor mitigante. Quisiera señalar, en este sentido, que, una vez excluidas del conjunto las filiales y las sucursales de entidades extranjeras, cuya gestión de la liquidez está muy condicionada por las estrategias de diversificación geográfica decidida por sus matrices, el resto del sistema crediticio español no toma prestado en estos mercados, sino que mantiene en ellos una posición neta acreedora.

Y no querría dejar de señalar tampoco que el dinamismo reciente de los depósitos de las familias españolas y el progresivo retorno del crédito a unas tasas de crecimiento más sostenibles han contribuido también a amortiguar las necesidades de recursos de nuestras entidades.

En estas condiciones, el sistema crediticio español ha encontrado vías alternativas al recurso a los mercados de financiación a plazo medio para cubrir sus necesidades de fondos. Más concretamente, se han incrementado las emisiones de valores a plazos más cortos, como los pagarés, y se ha hecho un uso más intensivo de los márgenes que otorga el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema para cubrir las necesidades de liquidez. En relación con estos últimos, quisiera enfatizar que esta posibilidad ha estado disponible para las entidades españolas, igual que para las demás del resto del área, desde el inicio mismo de la UEM y nada tiene, por tanto, de particular que se utilice en mayor medida en momentos como los actuales. Con todo, el uso que se está haciendo de esta vía continúa siendo moderado, como evidencia el hecho de que el peso de la liquidez captada por las entidades españolas sobre el total de las operaciones del Eurosistema apenas alcance nuestro peso en el PIB de la UEM, o que esa vía signifique tan solo un 1,3% del total del balance bancario.

Es evidente que el recurso a estas vías alternativas reviste un cierto carácter de transitoriedad, como corresponde a una situación caracterizada por un elevadísimo nivel de incertidumbre, y no es razonable pensar que vaya a perpetuarse. Y también es evidente que, si la duración de este episodio se prolonga mucho, sus efectos sobre la economía española podrían ser relevantes, como corresponde a una economía en la que la financiación exterior es un elemento básico de su crecimiento.

Cuando la capacidad del sistema financiero internacional para cumplir su función de asignar eficientemente los recursos se ve seriamente mermada, como ocurre en la actualidad, la solidez

patrimonial de los prestatarios no es suficiente para atraer la financiación que necesitan, por lo que, si la situación de tensión que se vive en los principales mercados mayoristas de financiación a medio y largo plazo se prolonga en exceso, no se puede descartar que termine traducéndose en una mayor restricción para la captación de financiación exterior de la economía.

El mal funcionamiento de estos mercados mayoristas tiene una dimensión global y es relativamente poco lo que las autoridades españolas pueden hacer para contribuir a mitigarlo. Lo que sí puede hacer el Banco de España es seguir vigilando que las entidades españolas mantengan una gestión prudente de sus riesgos y una política apropiada de cobertura de los mismos que garantice su solidez patrimonial. Esta es, sin duda, la mejor garantía para que, una vez resueltas las incertidumbres y restaurado el normal funcionamiento de los mercados, las instituciones financieras puedan continuar desempeñando de manera eficiente su papel como canalizadores de los flujos financieros entre nuestro país y el resto del mundo. Adicionalmente, el Banco de España seguirá animando a los bancos y a las cajas para que vuelvan a emitir bonos y obligaciones a plazo medio y los coloquen en los mercados internacionales. La experiencia positiva de las instituciones españolas que ya lo han realizado en los últimos quince días y la mejora del riesgo bancario registrado en algunos mercados hacen que estas emisiones sean una ventana de oportunidad única para normalizar la apelación del sistema financiero a los mercados internacionales del euro. Asimismo, y en tanto que parte del Eurosistema, el Banco de España continuará contribuyendo a facilitar una provisión adecuada de liquidez, que garantice el correcto funcionamiento de los mercados monetarios.

Pero, más allá de las funciones que el Banco de España tiene encomendadas en el terreno de la estabilidad financiera como banquero central y supervisor bancario, también nos corresponde contribuir con nuestra opinión, en el ejercicio de la misión asignada de velar por la estabilidad macroeconómica, al diseño de la respuesta que debe articularse en una situación como la que acabo de describir y que debe incluir tanto el papel que han de desempeñar las políticas económicas de las diferentes Administraciones Públicas como las responsabilidades que han de asumir los distintos agentes económicos y sociales.

Deberíamos aceptar todos que, en una situación como la actual, en la que la economía afronta una fase de desaceleración, en un contexto financiero internacional adverso y rodeada de factores de riesgo, es más importante que nunca que las políticas económicas estén sólidamente orientadas en una doble dirección: por un lado, salvaguardar la estabilidad macroeconómica y, por otro, impulsar la adopción de medidas y reformas de carácter estructural en los mercados de productos y factores que mejoren el grado de competencia en el entorno en el que los agentes adoptan sus decisiones, la movilidad de los factores de producción y la flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios. Creo que ambas estrategias generen importantes sinergias si se desarrollan simultáneamente, y los españoles tenemos la experiencia del papel fundamental que han desempeñado en el proceso de convergencia real que ha seguido la economía española en la última década.

Y ello es así porque la flexibilidad de respuesta de la oferta y de la demanda ante los cambios que requiere el reequilibrio entre las distintas fuentes de gasto y entre sectores de actividad es un factor primordial para que la desaceleración se produzca de forma suave y conduzca pronto a una nueva senda de crecimiento elevado, acorde con el potencial de la economía, que responda a un patrón más equilibrado y sostenible.

Esta es la orientación fundamental que debe presidir, en mi opinión, tanto las acciones del Gobierno central y de las demás Administraciones Públicas, que en la configuración altamente descentralizada del Estado de las Autonomías tienen responsabilidades muy importantes,

como la conducta de los agentes económicos y sociales, cuya actitud puede ser determinante del grado de flexibilidad del sistema productivo y del marco institucional, y de la viabilidad de las reformas necesarias.

Es muy importante ser conscientes de que, en esta situación, el margen para la actuación de políticas de demanda de signo expansivo es muy reducido y de que un uso inadecuado de las mismas puede llegar incluso a ser contraproducente. La política monetaria ha dejado de ser una herramienta de política económica autónoma hace una década y tiene como objetivo primordial velar por la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo. Desde el punto de vista de los requerimientos internos, las condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelven los hogares y las empresas españolas se han ido haciendo progresivamente menos holgadas y en el momento actual están más en consonancia con las necesidades de encauzar las tensiones inflacionistas de la economía española.

Por su parte, la posición fiscal se encuentra en una situación de partida favorable, pues en 2007 el saldo de las cuentas públicas volvió a ser superavitario (del 2,2% del PIB) y la ratio de deuda ha alcanzado niveles del 36,2% del PIB, desconocidos en la historia reciente de la economía española. Estos resultados reflejan el elevado grado de compromiso de los últimos gobiernos con la disciplina fiscal, pero también el sustancial crecimiento económico que ha registrado la economía española en los últimos años y la pujanza del mercado inmobiliario, que se ha traducido en un fuerte aumento de los ingresos impositivos, por encima de lo que se había observado en otras fases de expansión económica. Por ello, las proyecciones fiscales que resultan coherentes con el escenario macroeconómico que he descrito hace unos minutos apuntan a que en 2009 el superávit fiscal podría casi desaparecer.

Ante esta tesitura, a la hora de diseñar la estrategia de política fiscal adecuada para la fase de desaceleración de la economía española, tiene pleno sentido que los mecanismos con que cuenta el presupuesto público, conocidos como estabilizadores automáticos, cuyo movimiento tiende a actuar de manera compensadora de las oscilaciones cíclicas, puedan actuar plenamente. Es una de las grandes ventajas que se derivan del esfuerzo de consolidación fiscal realizado durante la expansión. El carácter automático de estos instrumentos los convierte en los más adecuados con fines de estabilización, porque responden rápidamente al cambio de ciclo, ayudan a los agentes a formar unas expectativas correctas sobre la actuación de las autoridades públicas y fomentan la confianza. Sin embargo, deben evitarse actuaciones discrecionales de aumento del gasto público o de reducción de impuestos que vayan más allá de la propia acción de los estabilizadores automáticos, ya que pueden comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo, y eliminar el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar situaciones de desaceleración más acusadas.

El mantenimiento de una orientación de estabilidad presupuestaria durante la desaceleración económica es, en todo caso, compatible con medidas que, pudiendo alterar la composición de ingresos y gastos, no generen un deterioro permanente en la situación presupuestaria, sobre todo si se trata de medidas que contribuyan a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficiencia de la economía. Pero para ello es fundamental realizar esfuerzos de contención del gasto público, con acciones compensatorias en aquellas rúbricas que ofrecen mayores márgenes para abordar reducciones de costes, en todos los niveles de las Administraciones Públicas.

De lo dicho hasta aquí se deriva que el impulso de las medidas y reformas de carácter estructural, orientadas a mejorar el funcionamiento de los diversos mercados, a flexibilizar los mecanismos de fijación de salarios y precios y a facilitar la reasignación de factores productivos entre sectores, constituye el principal instrumento al alcance de los gestores de las políticas económicas y de



los agentes económicos y sociales para contribuir, cada uno desde su área de responsabilidad respectiva, a suavizar la fase de desaceleración y a promover una pronta reactivación.

Todo lo relacionado con el funcionamiento del mercado de trabajo, la concertación social, las negociaciones colectivas y las reformas pendientes adquiere una gran importancia en la actual situación, pues de su flexibilidad depende, en gran parte, que el dinamismo de la población española pueda actuar como factor de soporte, limitando la intensidad y el alcance de la desaceleración. Particularmente, en una coyuntura como la actual, en la que asistimos a un episodio de repunte salarial y de deterioro de la situación inflacionista. En este sentido, resulta prioritaria la búsqueda de fórmulas que permitan recuperar la trayectoria de moderación salarial, que, con el apoyo de los agentes sociales, tan buenos resultados cosechó en términos de generación de empleo en los últimos años. Me estoy refiriendo, entre otras medidas, a la modificación de los sistemas de indicación salarial vigentes, que tienden a prolongar la incidencia de los episodios de rebrote inflacionista. También es preciso acometer cambios en el marco de la negociación colectiva y en los sistemas de contratación laboral, con el fin de facilitar la adaptación de los salarios a la nueva situación cíclica y de suavizar el ajuste en el empleo.

Pero, lógicamente, estas acciones deben completarse con reformas decididas en el entorno competitivo en el que las empresas y los agentes toman sus decisiones mediante políticas de liberalización y de desregulación que atenúen el permanente crecimiento de los márgenes empresariales en los sectores menos competitivos y que impulsen las ganancias de eficiencia y la productividad. Desde el punto de vista de las necesidades de la economía española a largo plazo, todo ello debe ir acompañado de una mejora en la educación y en la formación de los trabajadores, de manera que se adecue su capacidad profesional a las nuevas demandas y se facilite su reasignación intersectorial.

Finalmente, déjenme aportar una reflexión no tanto sobre lo que se debe hacer como sobre alguna de las cosas que no se deben hacer. Es verdad que la desaceleración mundial está provocando que muchos gobiernos estén embarcándose en variadas fórmulas de proteccionismo, atendiendo a las voces de aquellos agentes económicos que demandan ayuda frente a los competidores exteriores. Es un error en el que no se debe caer. España no debería seguir esos malos ejemplos, ya que cualquier actuación a favor de determinados agentes por la sola razón de su nacionalidad acabaría dañando a otras empresas españolas y a todos los ciudadanos. Por el contrario, debe mantenerse coherente con su propia ejecutoria de apertura creciente a la competencia y a la inversión extranjera que tanto ha contribuido a aumentar nuestro bienestar en las últimas décadas, concentrando los esfuerzos en promover un ambiente favorable a la actividad empresarial y en suprimir todas las barreras y rigideces que entorpecen la actuación de los más emprendedores.

Y con esto termino, no sin antes reafirmar mi confianza en los resortes de los que dispone la economía española para afrontar con éxito la inevitable fase de desaceleración, incluso en un contexto externo desfavorable. Son resortes que se han construido con el esfuerzo de todos —los Gobiernos, las Administraciones Públicas y los agentes sociales— y que han demostrado los beneficios que reporta la articulación de políticas orientadas a la estabilidad y al crecimiento a largo plazo, particularmente cuando, como ahora, la economía se enfrenta a retos importantes.

Muchas gracias.

15.4.2008.





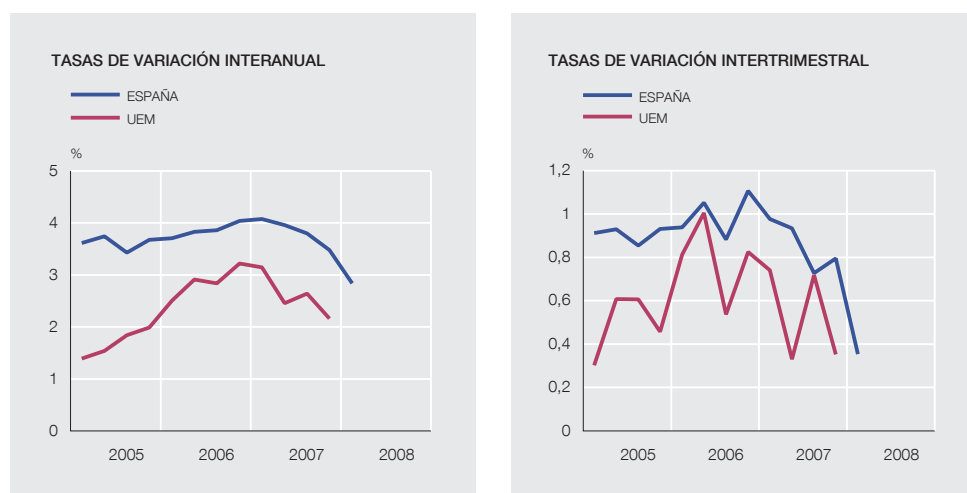
## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2007 con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, según las estimaciones del PIB de la CNTR para el último trimestre, acentuando el perfil de desaceleración gradual que había mostrado a lo largo del ejercicio. La ralentización del gasto se debió, como en trimestres precedentes, al menor dinamismo de la demanda nacional, que se vio parcialmente compensado por una aportación menos negativa del sector exterior. Sin embargo, en los meses finales de 2007, se empezaron a observar los primeros indicios de que el episodio de inestabilidad financiera surgido en el verano podía estar intensificando la trayectoria de ajuste que había iniciado ya la economía española, lo que se ha visto confirmado en los primeros meses de este ejercicio.

En efecto, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a una desaceleración más pronunciada de la actividad en el primer trimestre de 2008 y a un ajuste más intenso del sector inmobiliario, en un entorno en el que la prolongación del episodio de turbulencias financieras ha contribuido a acentuar el clima de incertidumbre sobre la evolución económica. Según estas estimaciones, la tasa de crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2008 habría ascendido al 2,8% (0,4% en términos de su tasa intertrimestral), como resultado de un recorte significativo en las tasas de avance de los distintos componentes de la demanda nacional —que, en conjunto, habría aumentado a una tasa del 3% (3,6% en el trimestre previo)— y de una mejora de 0,1 pp en la aportación de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,3 pp. Por el lado de la oferta, la actividad y el empleo siguieron una trayectoria de desaceleración, también más acusada que en la segunda parte del año, reflejando, sobre todo, la mayor intensidad del ajuste en el sector de la construcción y en las actividades relacionadas. La información de la EPA correspondiente al primer trimestre del año muestra una moderación del dinamismo del empleo, desde el 2,4% del cuarto trimestre de 2007, hasta el 1,7% del primero del año en curso. Por su parte, la tasa de paro repuntó hasta el 9,6%, en un entorno de mayor expansión de la población activa. En cuanto a los precios, la inflación volvió a aumentar en los primeros meses de 2008, impulsada por nuevos incrementos en los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias. Como consecuencia de ello, el IPC alcanzó en marzo una tasa interanual de crecimiento del 4,5%, mientras que el diferencial de inflación con la UEM permanecía estabilizado en los niveles alcanzados en los meses finales de 2007, 1 pp.

En el panorama económico internacional, a lo largo del primer trimestre de 2008 destacan la intensificación del episodio de turbulencias financieras, la continuación de las fuertes subidas de los precios de la energía y, en menor medida, de otras materias primas, y el acusado deterioro de la situación de la economía norteamericana. Pese a la resistencia que han seguido mostrando otras áreas geográficas, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado nuevamente a la baja y continúan rodeadas de gran incertidumbre por las dudas sobre el alcance final de los desarrollos mencionados.

En los mercados financieros internacionales prosiguieron, a lo largo del trimestre, las tensiones en los mercados monetarios, en un contexto en el que las dificultades por las que atravesaron algunas instituciones financieras exacerbaron el clima de desconfianza existente, prolongando los problemas de liquidez. Las tensiones se intensificaron en las primeras semanas de marzo, cuando se conocieron las dificultades financieras del quinto banco de inversión norteamericano. En estas circunstancias, los principales bancos centrales realizaron operaciones excepcionales de suministro de liquidez, acompañadas, en algunos casos, de cambios en los procedimientos de instrumentación e incluso de recortes en los tipos de intervención. La Reserva



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

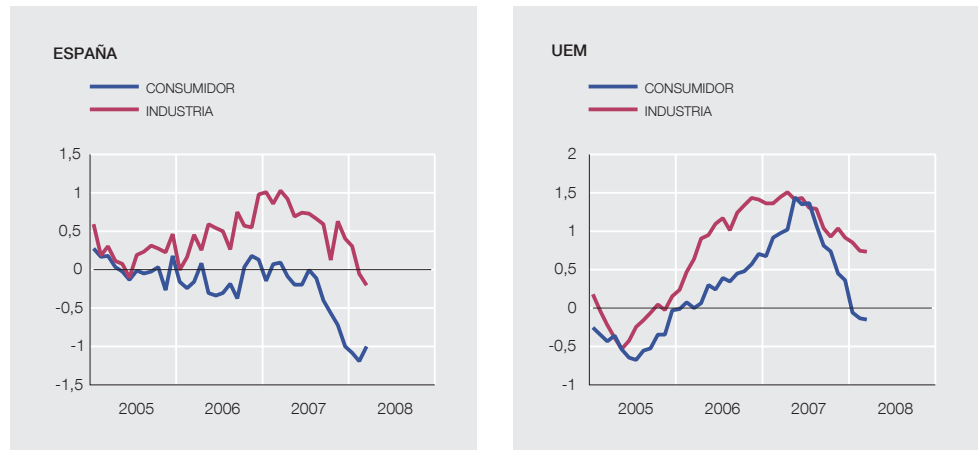
a. Series ajustadas de estacionalidad.

Federal redujo en tres ocasiones a lo largo del trimestre el tipo objetivo de los fondos federales, que quedó situado en el 2,25% en marzo, lo que representa una disminución de 300 pb desde agosto del año pasado, al tiempo que establecía nuevas medidas para el suministro de liquidez, ampliando el rango de instituciones y el colateral aceptado como contrapartida, y se implicaba en el rescate del banco de inversión mencionado. Por su parte, el Banco de Inglaterra disminuyó los tipos oficiales en dos ocasiones, la última de ellas, en abril, hasta el 5%, y más recientemente introdujo facilidades excepcionales para aumentar la liquidez del balance de las entidades.

A lo largo del trimestre continuó la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio y se produjeron descensos en las valoraciones bursátiles, más acusados que en las etapas iniciales del episodio de turbulencia financiera. Todo ello configuró un entorno financiero complicado, en el que el dólar acentuó su debilidad, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro —con una cotización que llegó a superar los 1,60 dólares por euro al finalizar abril—, y se comenzaron a detectar síntomas de restricción crediticia en la economía norteamericana. Aunque se aprecia alguna mejoría en ciertos mercados, siguen sin vislumbrarse signos suficientemente claros de remisión a corto plazo de las tensiones financieras internacionales de los últimos meses.

El precio del petróleo mantuvo a lo largo del primer trimestre una prolongada trayectoria alcista, hasta situarse en la última semana de abril en un nivel próximo a su máximo histórico (110 dólares por barril de petróleo tipo Brent) por las presiones que continúa ejerciendo la demanda por parte de los países emergentes, la debilidad del dólar y la negativa de la OPEP a aumentar su producción en su última reunión. Este movimiento estuvo acompañado de repuntes en los precios de otras materias primas, en particular de las alimenticias, lo que impulsó un nuevo deterioro de la inflación a nivel mundial y condicionó las actuaciones de política económica en un buen número de países.

La actividad de la economía mundial a lo largo del trimestre estuvo muy influida por el acusado deterioro de la economía norteamericana, tras un cierre de año que ya marcaba una intensificación en su trayectoria de desaceleración. La información disponible para los primeros meses de 2008 apunta a un debilitamiento adicional, pues el ajuste del sector inmobiliario se ha profundizado, continúa la ralentización del consumo y se ha producido una caída del em-



FUENTE: Comisión Europea.

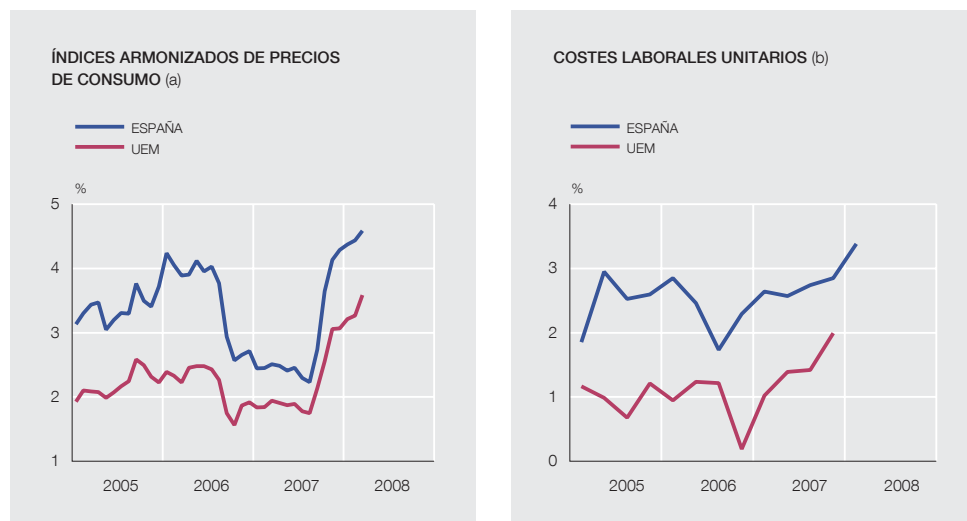
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

pleo. Las perspectivas económicas han empeorado, asimismo, en Japón y en el Reino Unido, mientras que, en las economías emergentes, la actividad mantuvo, en términos generales, un notable dinamismo, aunque se produjo un repunte generalizado de la inflación que motivó el endurecimiento del tono de las políticas monetarias en la mayoría de los países.

La zona del euro, por su parte, mostró una cierta pujanza en el primer trimestre del año, con un crecimiento del PIB que podría situarse en niveles similares a los del último de 2007, o incluso en cotas algo superiores. El dinamismo de las economías emergentes, impulsando las exportaciones y la actividad industrial; y la fortaleza del mercado de trabajo, sustentando el gasto interno, habrían atenuado el efecto de otras fuerzas contractivas, como la apreciación del tipo de cambio del euro, el aumento de los precios o el endurecimiento de las condiciones financieras. Hasta el momento, por lo tanto, el impacto de las turbulencias financieras sobre la actividad de la zona del euro está siendo limitado, si bien, también en este caso, se ha producido una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área y persiste una considerable incertidumbre en torno al efecto de la desaceleración de la economía norteamericana sobre la actividad de la región.

El encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales y algunos efectos estacionales incidieron sobre la inflación de la zona del euro, que continuó acelerándose en los primeros meses del año. Como resultado de ello, el IAPC alcanzó en marzo una tasa interanual de crecimiento del 3,6%, y la inflación subyacente se elevó hasta el 2,7% —frente a tasas del 3,1% y del 2,3% al concluir 2007, respectivamente—. Las perspectivas para la segunda parte del año son algo más favorables —condicionadas a que no se produzcan incrementos adicionales en los precios del petróleo y de las materias primas— aunque la tasa de inflación permanecerá en niveles elevados, con gran probabilidad, por encima del objetivo de estabilidad de precios a medio plazo (2%).

En este contexto de fuertes presiones alcistas sobre los precios a corto plazo y de riesgos para el logro del objetivo de estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados, a lo largo del trimestre, los tipos de interés oficiales en el 4% para las operaciones principales de financiación y en el 3% y el 5% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente, señalando que las decisiones tomadas contribuían a lograr



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

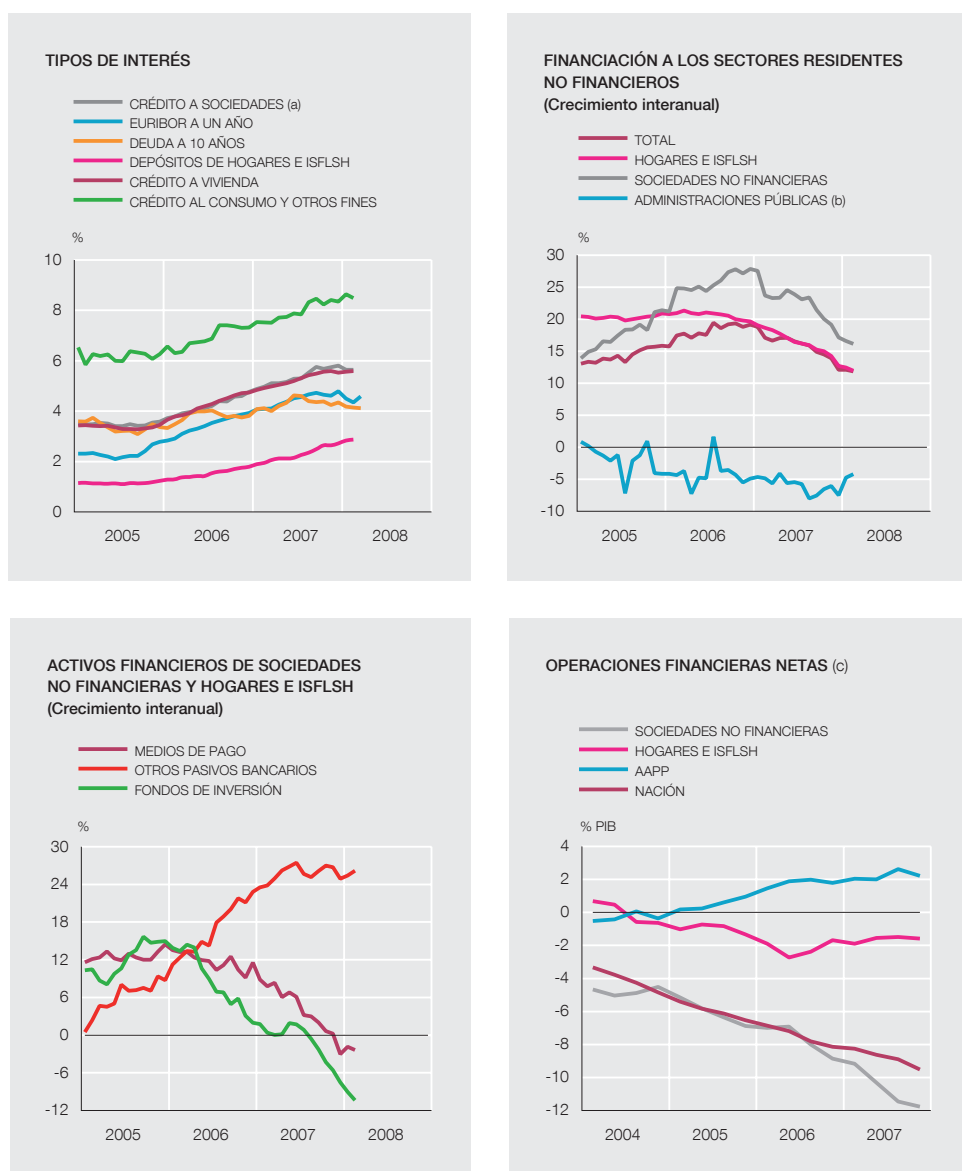
a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

su objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo. El BCE reconoció el elevado nivel de incertidumbre acerca de los efectos y la duración de las turbulencias financieras y sobre su impacto sobre la actividad de la zona del euro, pero subrayó su compromiso con la prevención de los efectos de segunda vuelta sobre los salarios y los precios y con el mantenimiento de las expectativas de inflación ancladas a largo plazo.

La economía española se ha desenvuelto, por tanto, en los primeros meses de este año en un entorno exterior más débil y en el que el deterioro del clima financiero internacional se ha trasladado a los mercados financieros nacionales, observándose nuevos repuntes en los tipos negociados en los mercados monetarios, incrementos adicionales en los diferenciales crediticios y retrocesos de los principales índices bursátiles, si bien desde mediados de marzo se aprecia una ligera mejoría. La prolongación de este episodio está contribuyendo a propagar un clima de incertidumbre sobre la evolución económica, con efectos claros sobre la confianza y las decisiones de gasto, aunque su impacto sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado continuaba siendo, todavía, relativamente limitado. Por su parte, la desaceleración gradual del precio de la vivienda prosiguió en los primeros meses de este año, registrando una tasa de crecimiento interanual del 3,8% en el primer trimestre (4,8% en el período de octubre-diciembre). En el período más reciente se han acumulado indicios de que la desaceleración del sector inmobiliario podría estar siendo más intensa de lo que se había previsto hace unos meses. No obstante, la trayectoria que vienen siguiendo los precios parece indicar la existencia de algunos elementos que pueden actuar de soporte del valor de los inmuebles en la fase de debilitamiento del ciclo residencial.

En el entorno de aumento de la incertidumbre y deterioro de la confianza de los agentes, el gasto de los hogares se desaceleró en los primeros meses de 2008, lo que afectó tanto al consumo de las familias, cuya tasa de variación podría haberse situado en el entorno del 2,2%, como, sobre todo, a la inversión residencial, que apenas se incrementó a lo largo del trimestre. Detrás del debilitamiento del consumo, se encuentran diversos factores. De una parte, la renta disponible pudo acusar, en alguna medida, la pérdida de dinamismo del empleo, aunque, como elementos compensadores, intervinieron el repunte de los salarios, así como la



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

actuación del sector público, tras la entrada en vigor de las iniciativas aprobadas en los últimos Presupuestos (básicamente, la deflactación parcial del IRPF y la deducción de apoyo a la natalidad). De otra parte, la riqueza intensificó su trayectoria de moderación como consecuencia de la caída de las cotizaciones bursátiles y de la desaceleración del precio de la vivienda. Por último, se produjo un significativo empeoramiento en la confianza de los consumidores, en un ambiente económico incierto y de marcado deterioro de la situación inflacionista, que pudo afectar negativamente a los planes de gasto de los hogares.

Este clima está influyendo, asimismo, en la demanda de vivienda, profundizando la desaceleración del sector inmobiliario que se había iniciado hace unos trimestres, tras la fuerte expansión

experimentada, en respuesta, entre otros factores, al encarecimiento del coste de financiación y las menores expectativas de revalorización de los inmuebles. El retraimiento en la demanda de vivienda podría estar ampliando el exceso de oferta existente y acelerando el ajuste del sector, mediante una revisión a la baja de los proyectos de construcción de nuevas viviendas.

La demanda de financiación por parte de los hogares siguió reflejando el menor empuje del gasto, así como un moderado encarecimiento de las condiciones de financiación, por lo que el crecimiento del crédito a familias continuó desacelerándose de forma gradual, hasta situarse en febrero en el 12%, en términos de su tasa interanual. La moderación en el avance de los pasivos de las familias se observó tanto en el crédito para adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo (con tasas de crecimiento del 12% y del 10%, respectivamente).

La inversión empresarial, por su parte, mostró un comportamiento más expansivo —como ha venido siendo habitual en los últimos trimestres—, aunque dentro de una trayectoria de desaceleración que llevó a la inversión en bienes de equipo a alcanzar registros próximos al 6%, frente a tasas en el entorno del 9% al concluir el año pasado. Tampoco en este caso se observó una modificación significativa en la evolución de los condicionantes financieros respecto al trimestre previo, pues los beneficios empresariales mantuvieron una pauta similar en los meses finales de 2007 y el coste de financiación ajena apenas experimentó modificaciones al comienzo de 2008, si bien las entidades habrían aplicado unos criterios de concesión más restrictivos (de acuerdo con sus expectativas al inicio del ejercicio), contribuyendo con ello a ampliar el endurecimiento en las condiciones de financiación de las empresas que se había venido observando a lo largo del último año. La ralentización de los planes de inversión de las empresas debe atribuirse, además de a este efecto, al deterioro de la confianza empresarial y a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la demanda. La inversión empresarial en otras construcciones podría haber participado también de este clima de incertidumbre. En este contexto, la deuda de las empresas siguió reduciendo su ritmo de avance, hasta alcanzar en febrero una tasa de variación interanual del 16%, que habría determinado un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento del sector, aunque a un ritmo inferior al de los últimos trimestres, al igual que de la carga financiera.

En los primeros meses de 2007, la demanda exterior neta mejoró en 0,1 pp su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en -0,3 pp, como consecuencia de una cierta aceleración en el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, a pesar de la apreciación del tipo de cambio del euro, y de la estabilización de las importaciones en los niveles algo más reducidos que se fueron definiendo en la segunda mitad del año pasado, en respuesta a la desaceleración de la demanda final. Según la información de Aduanas, las ventas al exterior se dirigieron principalmente a los países de la UE, alcanzando los mayores incrementos las de productos intermedios y de consumo. En cuanto a las importaciones, destaca el vigor de las compras de bienes intermedios. Por último, respecto al turismo, los indicadores disponibles mantuvieron un tono moderadamente favorable en los primeros meses del ejercicio.

Por el lado de la oferta, la actividad y el empleo continuaron recortando su tasa de crecimiento en el primer trimestre del año, reflejando principalmente el ajuste en el sector de la construcción y en las actividades conexas. Dentro de la rama de la construcción, la mayor desaceleración de la actividad se produjo en el segmento residencial, lo que se materializó en un ajuste rápido en la capacidad de generación de empleo del sector, que experimentó registros moderadamente negativos en el conjunto del trimestre. La industria, por su parte, prolongó la tónica de crecimiento atenuado de la segunda parte de 2007, influida, en buena medida, por la estrecha conexión que guardan ciertas actividades manufactureras con las actividades de

la construcción. Frente a estos desarrollos, destaca la resistencia de las ramas de servicios de mercado, con aumentos del valor añadido superiores al 3% y avances del empleo próximos a esta cota, aunque también se observa una suave ralentización en la actividad del sector. En conjunto, el ritmo de generación de empleo en las ramas de mercado se fue adaptando al perfil de desaceleración de la actividad, con lo que la productividad aparente mantuvo registros similares a los de la última parte del ejercicio pasado, al igual que ocurría para el total de la economía, donde las ganancias de productividad aparente permanecieron en el entorno del 1%.

Los resultados disponibles de la negociación colectiva para 2008 confirman el repunte de los costes laborales que se empezó a detectar a lo largo del año pasado. De un lado, los incrementos de las tarifas salariales —que hasta marzo se situaban en el 3,4%— superaron en algo más de cuatro décimas el crecimiento promedio de 2007, reflejando, posiblemente, un cierto deterioro de las perspectivas de inflación ante el repunte de los precios en los meses finales de ese año. Pero, además, se estima que el impacto de la activación de las cláusulas por la desviación de la inflación de 2007 será también más intenso, pudiéndose cifrar en 1,1 el incremento salarial adicional (0,3 pp en 2007). Por ello, es muy probable que los costes laborales continúen acelerándose a lo largo del presente ejercicio, al igual que los costes laborales unitarios, para los que se estima un aumento de algo más de medio punto porcentual en el primer trimestre de 2008, hasta alcanzar una tasa de variación del 2,9% para el conjunto de las ramas de mercado.

También los precios prolongaron la trayectoria alcista que habían iniciado en la segunda mitad de 2007 en un contexto de importantes elevaciones de los precios de la energía y de los precios de las materias primas alimenticias, tensionamiento de los costes laborales y escasa inflexión en los márgenes. La inflación repuntó en el primer trimestre de este año, con un incremento del IPC del 4,4%, frente al 4% del trimestre precedente, mientras que el IPSEBENE se estabilizó en los niveles del trimestre previo, del 3,3%, cifra que, en todo caso, implica un elevado dinamismo de los precios de los alimentos elaborados y, en menor medida, de los servicios. En este panorama, el buen comportamiento de los productos industriales no energéticos, cuyos precios han permanecido prácticamente estabilizados, con crecimientos inferiores a los de la zona del euro (con una tasa de crecimiento interanual del 0,2% en el promedio del trimestre), introduce un cierto factor de alivio.

Las dudas que gravitan sobre el curso del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias introducen gran incertidumbre sobre la evolución de la inflación a nivel mundial en los próximos trimestres. En el caso de la economía española, el repunte salarial que se viene produciendo en los últimos meses y los mecanismos de indexación salarial existentes acentúan el riesgo de que las tensiones de precios, todavía relativamente localizadas en determinados grupos de productos, acaben generando efectos de segunda vuelta y se propaguen hacia el resto de la economía.

El Gobierno aprobó, el 18 de abril, un plan de estímulo económico, que incluye un conjunto de medidas fiscales, financieras y de ayuda al desempleo con las que trata de ayudar a las familias y a las empresas a adaptarse al cambio de fase cíclica, abaratar los costes vinculados al cambio de hipoteca, estimular la financiación de la vivienda protegida y reforzar la actividad en el sector de la construcción mediante un cumplimiento más estricto de los plazos de ejecución de la obra pública. Algunas de estas medidas tienen un coste recaudatorio, del que resulta difícil estimar con precisión, en estos momentos, su parte permanente. Por otro lado, el efecto que pretenden sobre el sostenimiento de la actividad no está exento de algunas incertidumbres. Este puede ser el caso de la rebaja impositiva que se aplicará a partir de este año



al colectivo de asalariados, pensionistas y autónomos (y que se instrumentará a través de una deducción en el IRPF de 400 euros anuales), para la que el Gobierno estima un coste recaudatorio de casi medio punto de PIB y cuyo alcance a la hora de estimular el consumo de los hogares puede verse aminorado por el hecho de que, en las circunstancias actuales, la proporción del incremento de la renta disponible que se desvíe hacia el ahorro puede ser mayor de lo habitual.

El superávit que presentaron las cuentas de las AAPP en el año 2007 constituye un punto de partida favorable para hacer frente a la ralentización cíclica mediante el libre juego de los estabilizadores automáticos con los que cuenta el presupuesto (gasto por desempleo y recaudación tributaria, esencialmente), que han de actuar como un valioso factor de soporte durante la desaceleración. No obstante, es importante tener en cuenta que el impacto del menor dinamismo de la actividad sobre las cuentas públicas puede ser elevado, como muestra el debilitamiento de los ingresos impositivos en los últimos meses, por lo que es necesario manejar la política fiscal con extrema cautela, en particular restringiendo la aplicación de medidas adicionales que pudiesen generar un deterioro permanente del saldo. La conservación del margen de actuación anticíclica que suministra la saneada posición de las cuentas públicas es un activo de primer orden para afrontar los retos a los que se enfrenta la economía en la fase de desaceleración y ante las turbulencias financieras internacionales. El énfasis para la actuación de la política económica debe ponerse, sobre todo, en recuperar pronto una pauta de moderación en la formación de precios, salarios y rentas, y en sentar las bases para una recuperación sostenible de la actividad, tareas en las que el papel principal corresponde a aquellas medidas de carácter eminentemente estructural que tiendan a facilitar el ajuste de la economía y el pronto retorno a una senda de dinamismo basada en un patrón más equilibrado.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución financiera internacional registró renovadas tensiones, que alcanzaron su punto de máxima intensidad a mediados de marzo, cuando afloraron las dificultades de financiación de un importante banco de inversión en Estados Unidos, en un contexto de diferenciales de crédito en máximos y tensiones en los mercados monetarios. Esta situación llevó a la Reserva Federal a actuar con decisión en tres ámbitos: por un lado, apoyó la adquisición del banco en dificultades por parte de JP Morgan, para preservar la estabilidad del sistema financiero; por otro lado, estableció nuevas medidas para facilitar el suministro de liquidez (véase recuadro 1) a través de la ampliación del plazo de las operaciones de financiación y de las entidades que pueden acceder a esos fondos, así como del tipo de activos que pueden ser utilizados como garantía; finalmente, en su reunión de marzo, redujo el tipo objetivo de los fondos federales en 75 pb, hasta el 2,25%, lo que supone una reducción de 300 pb desde el inicio de las turbulencias, y de 200 pb desde el principio de 2008. La reacción de los mercados fue favorable, con reducciones en los diferenciales de crédito y ganancias en las bolsas, aunque el dólar acentuó su debilidad, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro. En cualquier caso, las noticias negativas en el ámbito financiero sobre las elevadas pérdidas de los bancos, el incremento en la tasa de morosidad hipotecaria, la exposición de inversores institucionales y la fuerte revisión a la baja en las previsiones de crecimiento globales y de Estados Unidos, en particular, mantienen la incertidumbre sobre el alcance de las turbulencias.

Por su parte, los mercados emergentes han seguido mostrando una cierta resistencia a las turbulencias financieras durante el último trimestre, recuperándose los mercados bursátiles de las pérdidas al inicio de año, con la destacada excepción de China. Asimismo, los tipos de cambio de las economías emergentes han registrado movimientos mixtos, aunque han predominado las apreciaciones frente al dólar. Precisamente en este contexto de debilidad del dólar, el precio del petróleo tipo Brent registró un fuerte aumento, alcanzando niveles máximos históricos en torno a 114 dólares por barril. Los precios de las demás materias primas también registraron aumentos sustanciales y elevada volatilidad, en parte por la incertidumbre sobre la evolución de sus determinantes fundamentales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2007 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 0,6%, notablemente inferior al 4,9% del tercer trimestre. De este modo, para el conjunto de 2007, el crecimiento del PIB se situó en 2,2%, 7 décimas menos que en 2006. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de notable ralentización en los últimos meses. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor registraron caídas acusadas, y los indicadores de gasto en consumo mostraron cierta atonía durante el trimestre. Por su parte, los indicadores del mercado de la vivienda reflejaron la profundidad del ajuste en el sector residencial: las viviendas iniciadas y los permisos de construcción descendieron a niveles no observados desde comienzos de los años noventa, y la confianza de los constructores se mantiene muy próxima al mínimo histórico. Asimismo, se dieron síntomas de debilitamiento en la actividad, ya que, durante el primer trimestre, los índices ISM de manufacturas y servicios se situaron en zona contractiva y la producción industrial descendió levemente. El mercado laboral, tras mostrar una notable resistencia a la desaceleración hasta finales de 2007, registró un rápido debilitamiento. Por primera vez desde 2003, se produjo una destrucción neta de empleo, que alcanzó los 77.000 puestos de trabajo por mes, durante el primer trimestre, y un incremento de la tasa de paro hasta el 5,1%. En cuanto a los precios, la inflación se incrementó en el primer trimestre, situándose en el 4,1% interanual,

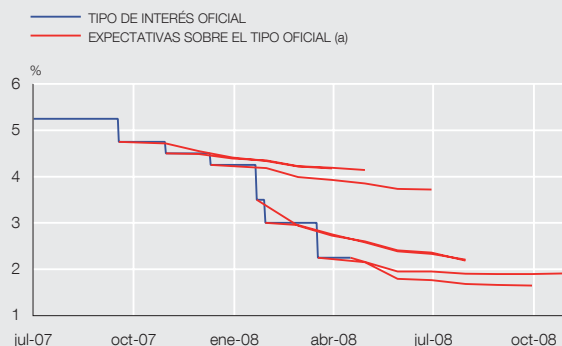
A raíz de las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007 y con el objetivo de mitigar sus efectos negativos sobre la actividad económica y la estabilidad financiera, las autoridades económicas estadounidenses han reaccionado rápida y progresivamente de forma más decidida, en cuatro frentes principales: los tradicionales —política monetaria y fiscal— y otros más directamente encaminados a contrarrestar el impacto de la turbulencia sobre el sistema financiero —provisión de liquidez a las entidades bancarias y política financiera—.

En lo que respecta a la política monetaria, la Reserva Federal (Fed) ha reducido sustancialmente los tipos de interés oficiales, sobre todo en el período entre enero y marzo —100 pb entre agosto y el final de 2007, y 200 pb en el primer trimestre de 2008—. Sin embargo, los canales tradicionales de traslación de estas bajadas a la actividad parecen estar parcialmente bloqueados por la persistente incertidumbre financiera, en particular el que opera a través del mercado inmobiliario. De hecho, estos recortes no han conseguido disminuir significativamente el coste de financiación a largo plazo tanto en el mercado hipotecario como en el sector corporativo. Como se puede observar en el gráfico 1, cada disminución de tipos de interés oficiales en Estados Unidos parece haber alimentado la expectativa de reducciones adicionales, si bien estas expectativas de subsecuentes movimientos en los tipos de interés han disminuido a finales del mes de abril.

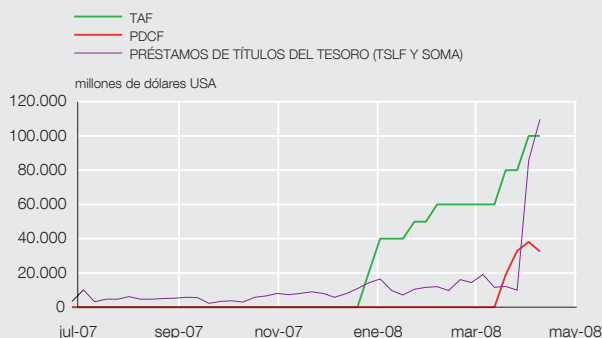
En el ámbito de las políticas fiscales, ya desde poco después de la turbulencia se planteó la necesidad de un estímulo, aunque no pasó el trámite parlamentario hasta enero de este año. El paquete fiscal, con un coste aproximado del 1,2% del PIB, está orientado a incrementar la renta disponible de los hogares con el fin de dotar de un cierto soporte al consumo, y empezaría a tener efectos sobre la demanda a partir del final del segundo trimestre, y especialmente en el tercer trimestre de 2008, si bien existen dudas sobre si el efecto positivo y temporal sobre el crecimiento de la actividad en esos trimestres será contrarrestado casi por completo a lo largo de 2009.

En respuesta a la persistencia de los problemas en el mercado interbancario y de la inestabilidad financiera, la Fed ha instrumentado importantes cambios en la provisión de liquidez a los mercados —en parte, por la relativa rigidez del marco operativo preexistente, que contrasta con el del Eurosistema—. Así, creó nuevos procedimientos de préstamo de fondos a través de subastas a plazo o *Term Auction Facility* (TAF) en diciembre, y del *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) en marzo, y también a partir de marzo ha suplementado su programa de préstamos de títulos del Tesoro mediante la creación del *Term Securities Lending Facility* (TSLF). El TAF ofrece fondos a los bancos comerciales a través de una subasta anónima con el fin de eliminar el estigma que suele acompañar al uso de las facilidades de descuento

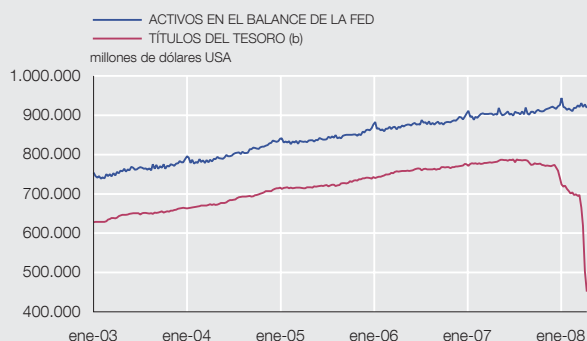
#### 1 ESTADOS UNIDOS: TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y EXPECTATIVAS



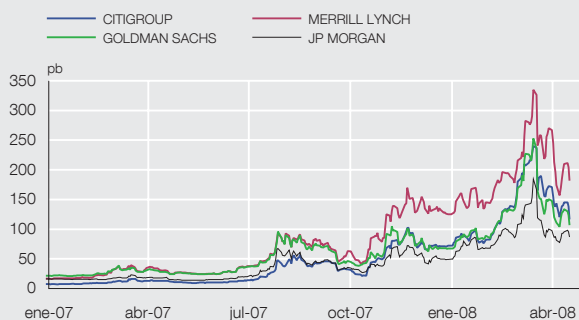
#### 3 NUEVAS FACILIDADES DE LIQUIDEZ DE LA RESERVA FEDERAL



#### 2 ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL Y TENENCIAS DE TÍTULOS DEL TESORO



#### 4 DIFERENCIALES CDS A 5 AÑOS PARA LOS PRINCIPALES BANCOS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Datastream y Reserva Federal.

- a. Tipo de interés esperado después de cada descenso del tipo oficial y en la última fecha disponible.  
b. Excluye los títulos del tesoro en préstamo a entidades financieras.

del banco central. El PDCF extiende el acceso a los fondos de la Reserva Federal a través de la ventanilla de descuento a las instituciones financieras con las que la Reserva Federal realiza operaciones de mercado abierto —20 instituciones en total—, incluyendo por primera vez a los principales bancos de inversión, no directamente supervisados por la Fed, lo cual supone un cambio de filosofía relevante. Por último, el TSLF permite a estas 20 instituciones acceder a préstamos de títulos del Tesoro presentando títulos hipotecarios como garantía. Todos estos nuevos programas ofrecen financiación de aproximadamente un mes, con una penalización relativamente reducida. Además de estas nuevas líneas de provisión de liquidez, la Fed también ha relajado las condiciones de las líneas existentes, al reducir el diferencial del tipo de descuento frente al tipo oficial —de 100pb a 25pb—, alargar el plazo máximo de esos préstamos —de 30 hasta 90 días— y extender el abanico de activos financieros que pueden ser utilizados como garantía. Asimismo, la Fed ha ampliado las líneas *swap* con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza, lo que les permitió satisfacer la demanda de dólares por parte de los bancos comerciales de sus respectivas áreas de actuación.

Es importante señalar que esta provisión extraordinaria de liquidez no ha alterado el tamaño total del balance de la Fed, puesto que ha llevado aparejada, en paralelo, una reducción de sus tenencias de títulos del Tesoro, para no comprometer el objetivo de tipos de interés oficiales (véanse gráficos 2 y 3).

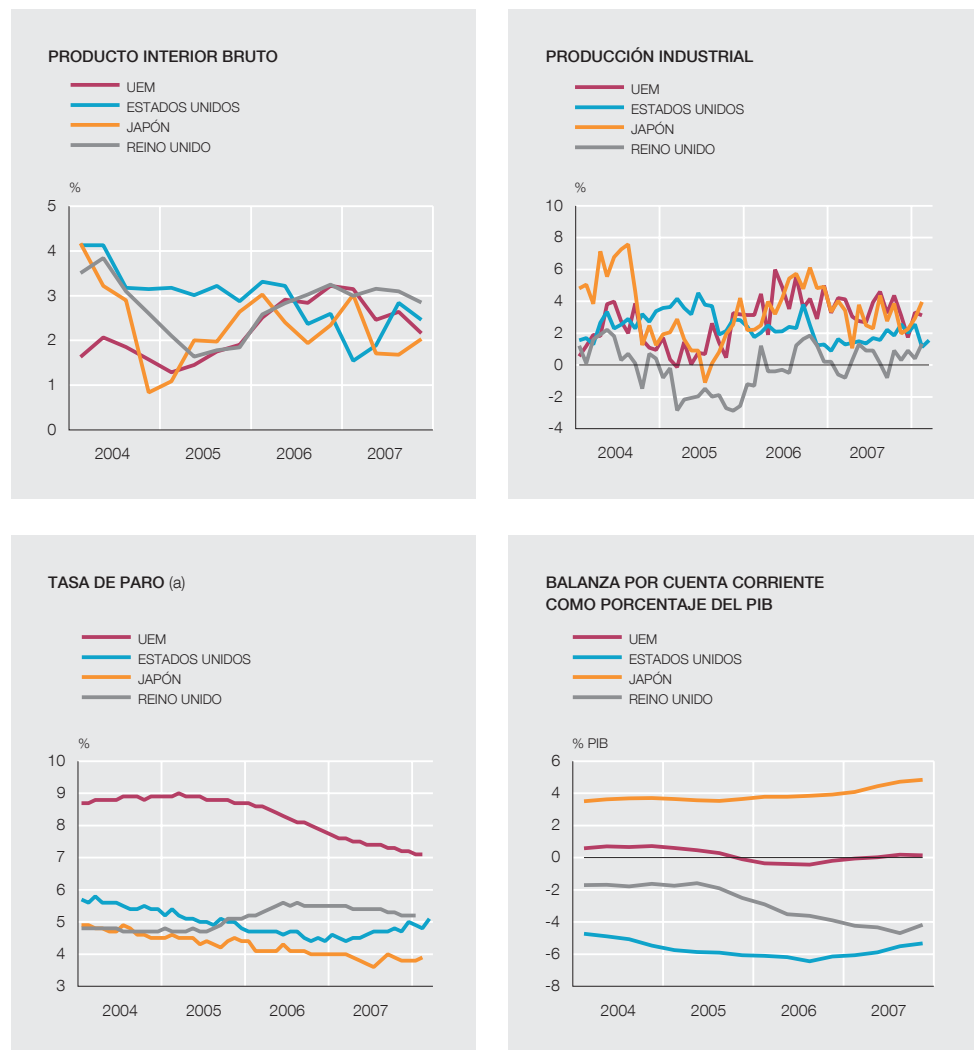
En el ámbito de las políticas financieras, la propia Fed y otras autoridades estadounidenses han promovido medidas para apoyar al mercado inmobiliario y a los mercados financieros en general, a través de acuerdos y compromisos con el sector privado. En el primer caso, los efectos hasta ahora han sido muy limitados —por el carácter voluntario de los planes de renegociación de hipotecas impulsados en el contexto del llamado *Plan Paulson*— o existen dudas sobre su efectividad —moratorias contempladas en el *Lifeline Project*—. En el ámbito del apoyo al funcionamiento de los mercados financieros, tras algunas medi-

das de carácter más limitado, el rescate de Bear Stearns en marzo por parte de JP Morgan supuso un cambio trascendental, al ser una operación inducida por la Fed y que contó con un respaldo financiero de esta. Esta actuación —que coincidió con la PDCF— ha enviado un nítido mensaje de apoyo a los mercados, lo que ha servido para disminuir las tensiones y dudas sobre la sostenibilidad de algunas instituciones bancarias en Estados Unidos, cuyos riesgos de crédito alcanzaron máximos a mediados de marzo, poco antes del rescate de Bear Stearns (véase gráfico 4). Sin embargo, a pesar de la implementación de estas medidas y de la provisión de liquidez, las tensiones en los mercados monetarios se han mantenido en niveles elevados en relación con la situación de antes del verano de 2007.

En definitiva, en una primera fase —hasta diciembre de 2008—, las autoridades reaccionaron primordialmente con instrumentos tradicionales: recortes moderados de los tipos de interés, puesta en marcha de un paquete fiscal y provisión de liquidez. La segunda fase, entre enero y marzo, se caracterizó por el protagonismo de la política monetaria, con la intensificación de las bajadas de tipos de interés. Por último, la tercera fase, iniciada a mediados de marzo, ha destacado por el rescate de un banco con el respaldo de la Reserva Federal y la provisión de liquidez a los bancos de inversión, y en ella cabe resaltar dos aspectos fundamentales: la preferencia por medidas dirigidas específicamente a los focos de dificultad, frente a las medidas generalistas, y una clara predisposición de las autoridades económicas a implicarse directamente, y no solo como mediadoras, en la resolución de los problemas financieros de las entidades. Al mismo tiempo, la política monetaria —disminuciones adicionales de los tipos de interés oficial— parece quedar en un segundo plano, lo que también se ha reflejado en las expectativas de mercado. En este notable cambio cualitativo destaca el protagonismo otorgado a la Reserva Federal —con el apoyo del Departamento del Tesoro—, en la conducción e implementación de las respuestas de política económica, aunque no cabe descartar que en los próximos trimestres también se utilicen recursos fiscales dirigidos a mitigar las dificultades del sector inmobiliario

frente al 4% del cuarto trimestre de 2007, por el alza de los precios de energía y alimentos, al igual que la tasa subyacente, que registró un 2,4%, tras el 2,3% del trimestre precedente.

En Japón, el PIB creció un 3,5% interanual en el cuarto trimestre de 2007, superior al 1,2% del trimestre precedente. En el conjunto de 2007, el PIB creció un 2,1%, 3 décimas menos que el año anterior. Los indicadores más recientes apuntan a la pérdida de dinamismo en la actividad industrial durante los últimos meses, a juzgar por el deterioro de los índices de confianza empresarial de la encuesta Tankan del primer trimestre y la caída de la producción industrial en enero y febrero. Por el lado de la demanda, continuó la evolución positiva del gasto de consumo, en contraste con el desempeño negativo de la confianza del consumidor. Asimismo, en el mercado de trabajo se ralentizó el ritmo de creación de empleo, lo que se tradujo en una nueva caída de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y en un ligero aumento del desempleo. Sin embargo, hay indicios de mejora en la evolución de los salarios,

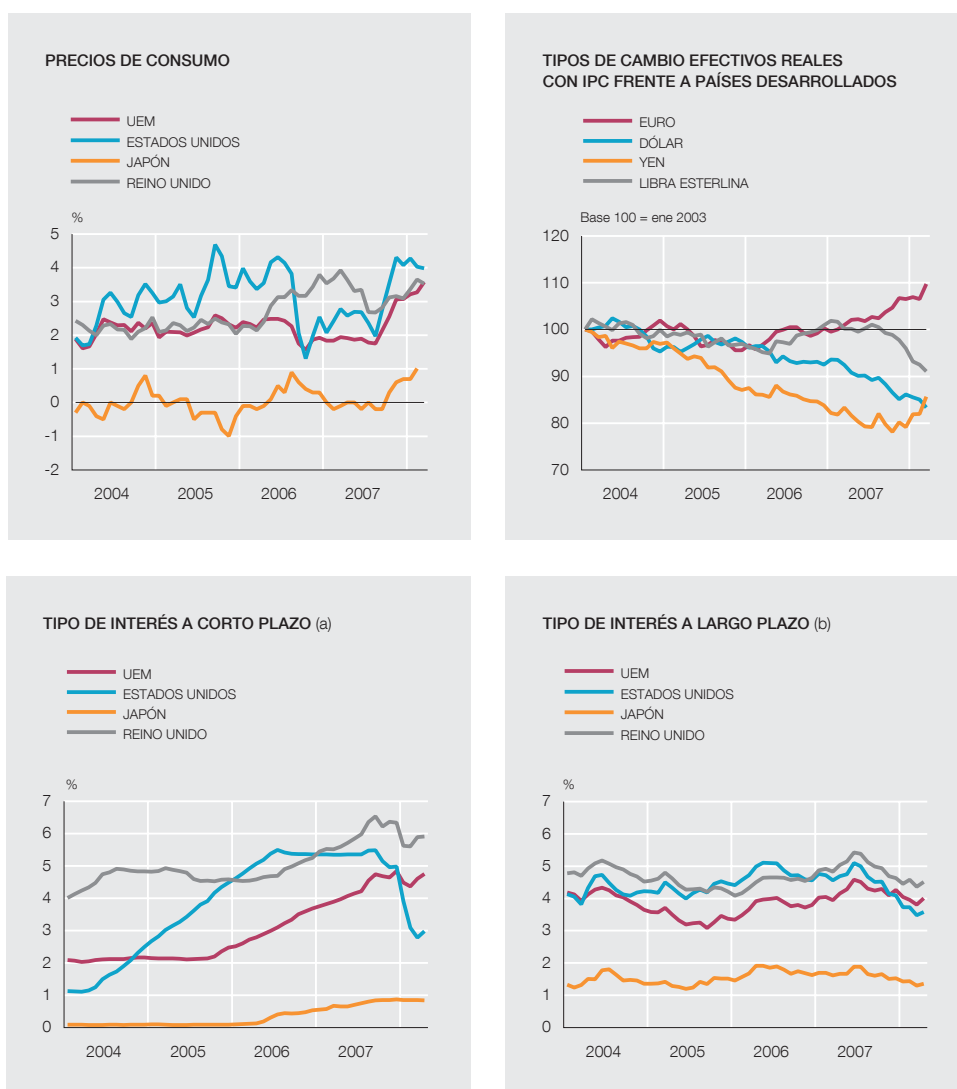


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

que registraron en enero y febrero incrementos por encima del 1% interanual. Por su parte, el sector de la construcción inició su recuperación en diciembre, tras el impacto negativo que supuso la aplicación de una nueva normativa sobre construcciones a mediados de 2007. En el ámbito externo, en febrero se redujo el saldo de la balanza por cuenta corriente, debido al deterioro del superávit comercial. Este, a su vez, está vinculado al incremento de los costes de la energía, y compensó el ligero aumento del superávit de la balanza de rentas. La inflación siguió repuntando a lo largo del trimestre, al compás del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, situándose tanto la tasa general como la subyacente en el 1% en febrero. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo una vez más el tipo de interés oficial en el 0,50% en su reunión de abril.

En el Reino Unido, el PIB del cuarto trimestre de 2007 aumentó un 0,6% —2,8% interanual—, con lo que el avance para el conjunto del año se situó en el 3%, frente al 2,9% de 2006. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2008 parecerían apuntar a una desaceleración. Así, los índices de directivos de compras (PMI) del sector servicios y de manufacturas se contrajeron notablemente en marzo, y persistió el endurecimiento de las



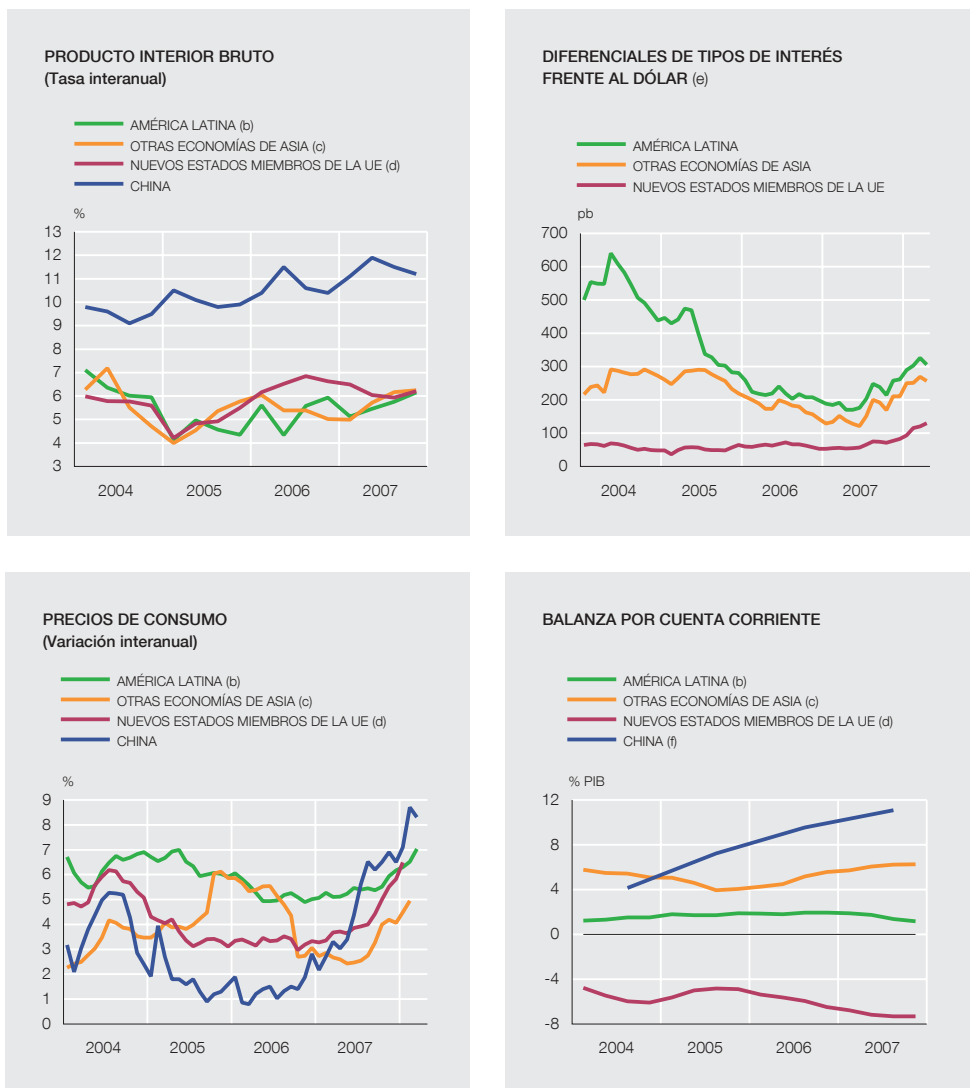
FUENTE: Banco de España.

a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.

b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

condiciones de acceso al crédito a los hogares, especialmente el hipotecario. Los precios de las viviendas continúan desacelerándose, hasta registrar un aumento del 1,1% interanual en marzo, la tasa más baja desde 1996. A pesar de un cierto incremento de la inflación a lo largo del trimestre, hasta el 2,5% interanual en marzo, el Banco de Inglaterra ha revisado a la baja los riesgos sobre la inflación, y en su reunión del 10 de abril redujo el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 5%.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, el PIB creció un 6,3% en el cuarto trimestre, 3 décimas más que en el trimestre anterior, por lo que, en el conjunto del año, el PIB de la región aumentó un 6,2%, desacelerándose 4 décimas respecto a 2006. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del primer trimestre muestran la continuidad en el repunte de la actividad. La inflación repuntó nuevamente en marzo —salvo en Hungría, Polonia y Estonia—, hasta tasas superiores al 10% interanual en los países Bálticos y en Bulgaria. Las presiones inflacionistas llevaron a algunos países a endurecer el tono de la política monetaria. En el ámbito fiscal, el déficit público en 2007 se redujo en las principales economías (solo Hungría superó el 3% del PIB), gracias al buen comportamiento de los ingresos, en



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del Banco Mundial.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

un contexto de notable crecimiento económico. Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II) no registraron movimientos relevantes. En el ámbito institucional, las autoridades eslovacas solicitaron formalmente su adhesión al área del euro en enero de 2009.

En China, el crecimiento del PIB para el conjunto del año 2006 y 2007 se revisó al alza hasta el 11,6% y 11,9%, respectivamente, mientras que el crecimiento en el primer trimestre de 2008 fue del 10,6% interanual. En los tres primeros meses de 2008, la producción industrial mostró cierta moderación, afectada por las adversas condiciones meteorológicas. Sin embargo, en ese período, la inversión en activos fijos en áreas urbanas, las ventas al por menor y las importaciones reafirmaron su fortaleza. Las exportaciones continuaron mostrando alguna de-

bilidad, en línea con el último trimestre de 2007. De este modo, en el primer trimestre de 2008, el superávit comercial cayó un 10,5% interanual. A pesar del mayor ritmo de apreciación del renmimbi en los últimos meses, las reservas exteriores continuaron aumentando a un ritmo elevado, hasta alcanzar los 1,68 mm de dólares. A lo largo del trimestre, las autoridades aumentaron el coeficiente de reservas bancarias en tres ocasiones, desde el 14,5% hasta el 16%, y la oferta monetaria y el crédito moderaron su crecimiento, a pesar de lo cual, la inflación alcanzó máximos históricos en el trimestre. En el resto de Asia, la inflación también aumentó de manera generalizada, mientras que la producción industrial mostró una tendencia a la aceleración respecto al cuarto trimestre de 2007, salvo en el caso notable de la India.

En el último trimestre de 2007, el crecimiento del PIB en el conjunto de América Latina mostró una moderada aceleración, hasta el 6,2% interanual, cuatro décimas más que en el trimestre precedente. En este período, aumentó la aportación positiva de la demanda interna, que compensó holgadamente el leve empeoramiento de la demanda externa. Los países que registraron mayores tasas de crecimiento fueron Argentina, Brasil, Colombia y Perú, mientras que en el resto de países las tasas se mantuvieron. En el conjunto de 2007, el PIB de la región creció un 5,7%, superior al 5,4% del año anterior, aceleración observable en todos los países salvo en México y Venezuela. En línea con la tendencia global, la inflación aumentó a lo largo del trimestre, pasando del 5,8% en diciembre al 6,4% de marzo, aumento de magnitud semejante al que registró la tasa subyacente. En cuanto a la política monetaria, se produjeron movimientos al alza en los tipos de interés en Colombia y Perú, pero destacó la subida de 50 pb en Brasil, la primera en tres años. También, durante el período se registró una tendencia a la apreciación de los tipos de cambio frente al dólar, lo que pudo contribuir al deterioro, en el trimestre, de las balanzas comerciales, que acusaron el aumento de las importaciones, singularmente en Brasil. En este contexto, las autoridades ensayaron medidas monetarias contractivas alternativas a las subidas de tipos de interés, para no contribuir a una mayor apreciación de sus monedas. De igual manera, los bancos centrales de Perú, Argentina y Brasil realizaron compras de dólares para evitar la apreciación de las divisas, y los bancos centrales de Chile y Colombia anunciaron que comenzarían a realizar intervenciones en el mercado de divisas.



### 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información disponible referida al primer trimestre del año apunta a que el PIB de la zona del euro mantuvo un crecimiento similar o algo superior al del cuarto trimestre de 2007. Los soportes para esa resistencia de la actividad del área los han proporcionado la fortaleza que han mantenido las economías emergentes en el ámbito externo y el vigor del mercado de trabajo en el interno. Este comportamiento resulta particularmente notable porque se produce en un contexto caracterizado por la intensificación de las turbulencias financieras, el encarecimiento adicional de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, más a medio plazo, las perspectivas económicas continúan estando rodeadas de una extraordinaria incertidumbre proveniente de la prolongación de la situación global de inestabilidad financiera, así como del efecto de la desaceleración de la economía norteamericana y su impacto en el resto del mundo. Es previsible que la acción conjunta de estos factores se traduzca en un crecimiento por debajo del potencial en trimestres sucesivos. De hecho, en los últimos meses, instituciones privadas y organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para la UEM en 2008 hasta tasas en el entorno del 1,5%.

Durante el primer trimestre del año, el encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales desembocó en un notable repunte del crecimiento del IAPC, que llegó a alcanzar el 3,6% en marzo. Al mismo tiempo, la inflación subyacente intensificó su senda alcista, hasta situarse en el 2,7%. Para el resto de 2008, se espera que la inflación se mantenga por encima de la referencia del objetivo de estabilidad de precios, si bien se irá moderando hacia finales de año a medida que se desaceleren los precios de los componentes energético y de alimentos. En media anual, las previsiones de inflación de organismos públicos y privados se sitúan cerca del 3%, tras haber sido revisadas sucesivamente al alza en los últimos meses. Más a medio plazo, persisten los riesgos para la consecución del objetivo de estabilidad de precios, principalmente por la posible aparición de los efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, en un contexto de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo y por posibles incrementos adicionales de los precios de las materias primas y de impuestos indirectos y precios administrados (véase recuadro 2). En contraposición, el menor dinamismo esperado del área del euro mitiga, al menos en parte, tales riesgos al alza.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en sus últimas reuniones mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 4%, si bien destacó la existencia de fuertes presiones al alza sobre la inflación en el corto plazo. Asimismo, el BCE enfatizó que su objetivo primario es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y que las decisiones tomadas contribuyen a lograr tal objetivo, al tiempo que subrayó su determinación para prevenir la emergencia de efectos de segunda vuelta sobre los precios y para mantener ancladas las expectativas de inflación a largo plazo (véase recuadro 3). El BCE reconoció el elevado nivel de incertidumbre acerca de los efectos y duración de las turbulencias financieras. En el ámbito fiscal, la agregación de los datos de las últimas notificaciones presentadas por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera indica que el déficit público del conjunto del área en 2007 habría disminuido 0,7 puntos porcentuales respecto al año anterior, hasta el 0,6% del PIB. Esta mejora habría sido compartida por un gran número de países, entre los que se encuentran Italia y Portugal, actualmente sometidos a un procedimiento de déficit excesivo. Sin embargo, la nueva información apunta a que el déficit presupuestario en la zona del euro en 2008 se deteriorará hasta aproximadamente el 1% del PIB,

	2006		2007				2008	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	2,2		
Crecimiento intertrimestral	0,5	0,8	0,7	0,3	0,7	0,4		
IPI (c)	4,2	4,0	3,9	2,9	4,0	3,1	3,2	
Sentimiento económico	107,6	109,3	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	
Confianza industrial	3,3	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	0,3	
PMI manufacturas	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,4	
Confianza servicios	19,0	19,7	20,7	22,0	20,0	15,0	10,7	
PMI servicios	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	51,5	
Tasa de paro	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	7,1	
Confianza consumidores	-8,7	-7,0	-5,7	-2,7	-4,0	-7,7	-12,0	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	4,6	4,1	2,8	2,3	2,7	4,4	5,4	
Precio del petróleo en dólares (d)	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	104,3	105,8
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	11,2	10,9	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,1	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,46	-0,64
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,587
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (d)	3,3	4,5	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	4,0
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	4,9	-16,4	-14,3

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 17 de abril de 2008.

c. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

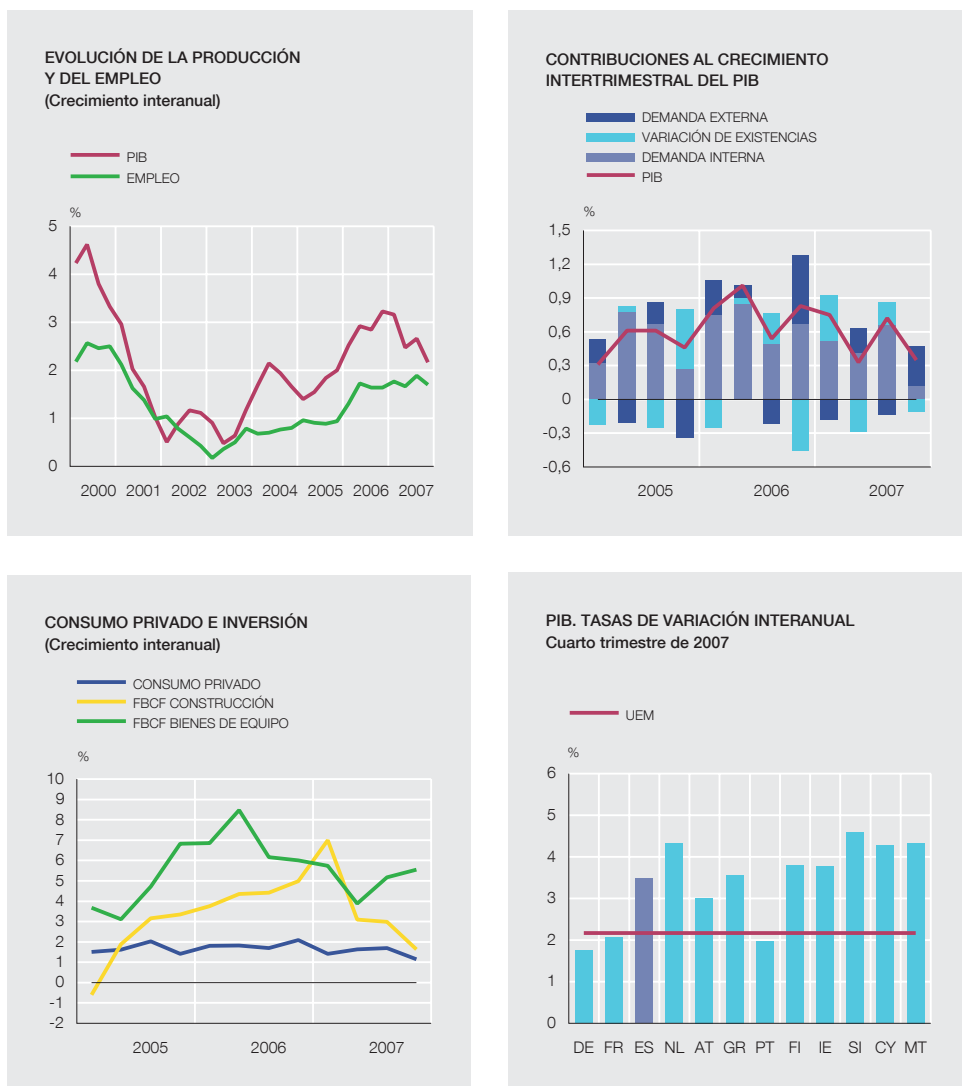
d. Datos de fin de período. Para las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

debido principalmente a las peores perspectivas de crecimiento y a rebajas fiscales que se llevarán a cabo en algunos países.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB de la zona del euro se expandió un 0,4% en el cuarto trimestre del pasado ejercicio, tres décimas menos que en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Tal ralentización obedeció al menor dinamismo de la demanda interna y a la menor contribución de la variación de existencias, ya que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto se amplió. La desaceleración de la demanda interna respondió a las caídas del consumo privado y público y al estancamiento de la inversión en construcción, que fueron solo parcialmente compensadas por la mayor pujanza de la inversión en bienes de equipo. Por otro lado, el retroceso de las importaciones en el cuarto trimestre contrarrestó el menor ritmo de avance de las exportaciones, con lo que la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto se amplió en cuatro décimas, hasta los 0,3 pp. En términos interanuales, el producto se desaceleró desde el 2,7% en el período julio-septiembre hasta el 2,2% en el cuarto trimestre. En el conjunto del año 2007, el PIB se incrementó un 2,6% –0,3 pp por debajo del año anterior—, impulsado por la demanda interna y, en menor medida, por las exportaciones netas. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, en el cuarto trimestre se observó una desaceleración intertrimestral significativa en la industria y en los servicios de mercado, y de menor alcance, en la construcción, mientras que el valor añadido de la agricultura repuntó.

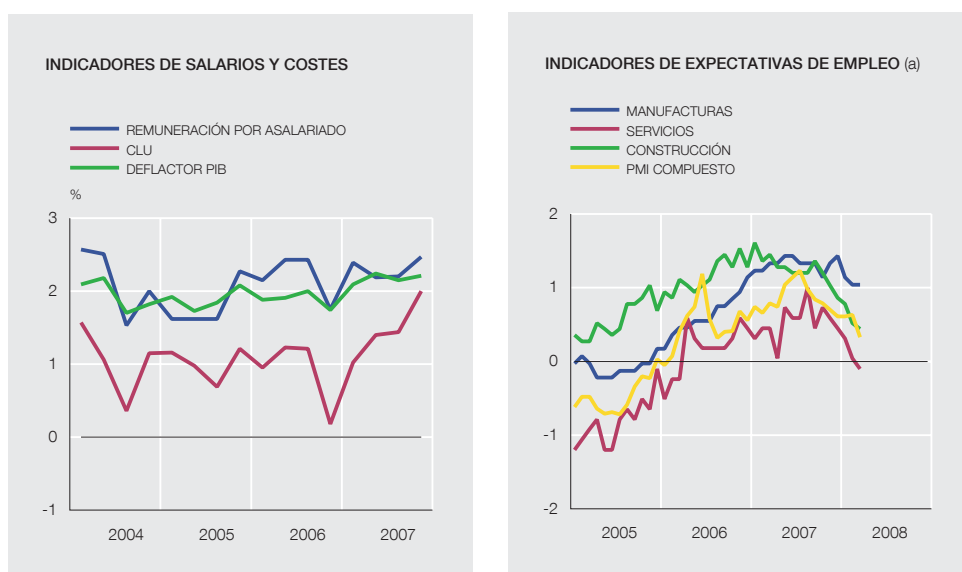
La pérdida de vigor de la actividad en el último trimestre del año fue un rasgo compartido por la mayor parte de países. Así, en Alemania y Francia el producto se desaceleró cuatro déci-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

mas, hasta el 0,3% y el 0,4%, respectivamente, aunque la composición fue dispar. En particular, el consumo y la inversión en construcción se redujeron en Alemania, mientras que la inversión en bienes de equipo se mantuvo vigorosa, y la contribución de la demanda exterior neta, positiva. Por otro lado, el crecimiento del PIB francés se sustentó en el consumo, la inversión en construcción y las exportaciones netas, al tiempo que la variación de existencias restó dinamismo a la actividad.

En el último trimestre de 2007, el empleo continuó expandiéndose, aunque a un ritmo ligeramente inferior al observado en el período anterior. Así, su crecimiento intertrimestral se situó en el 0,2%, con lo que el avance interanual alcanzó el 1,7% —dos décimas por debajo de lo registrado en el tercer trimestre— (véase gráfico 9). Teniendo en cuenta que la ralentización del producto respecto al año anterior fue más intensa, la productividad del trabajo aumentó un 0,5%. El repunte de la remuneración por asalariado provocó que los costes laborales unitarios se aceleraran hasta registrar un incremento del 2%, tasa por debajo, en cualquier caso, del aumento del deflactor del PIB, por lo que los márgenes unitarios volvieron a ampliarse en la parte final del año, si bien a un ritmo notablemente inferior al del trimestre anterior.

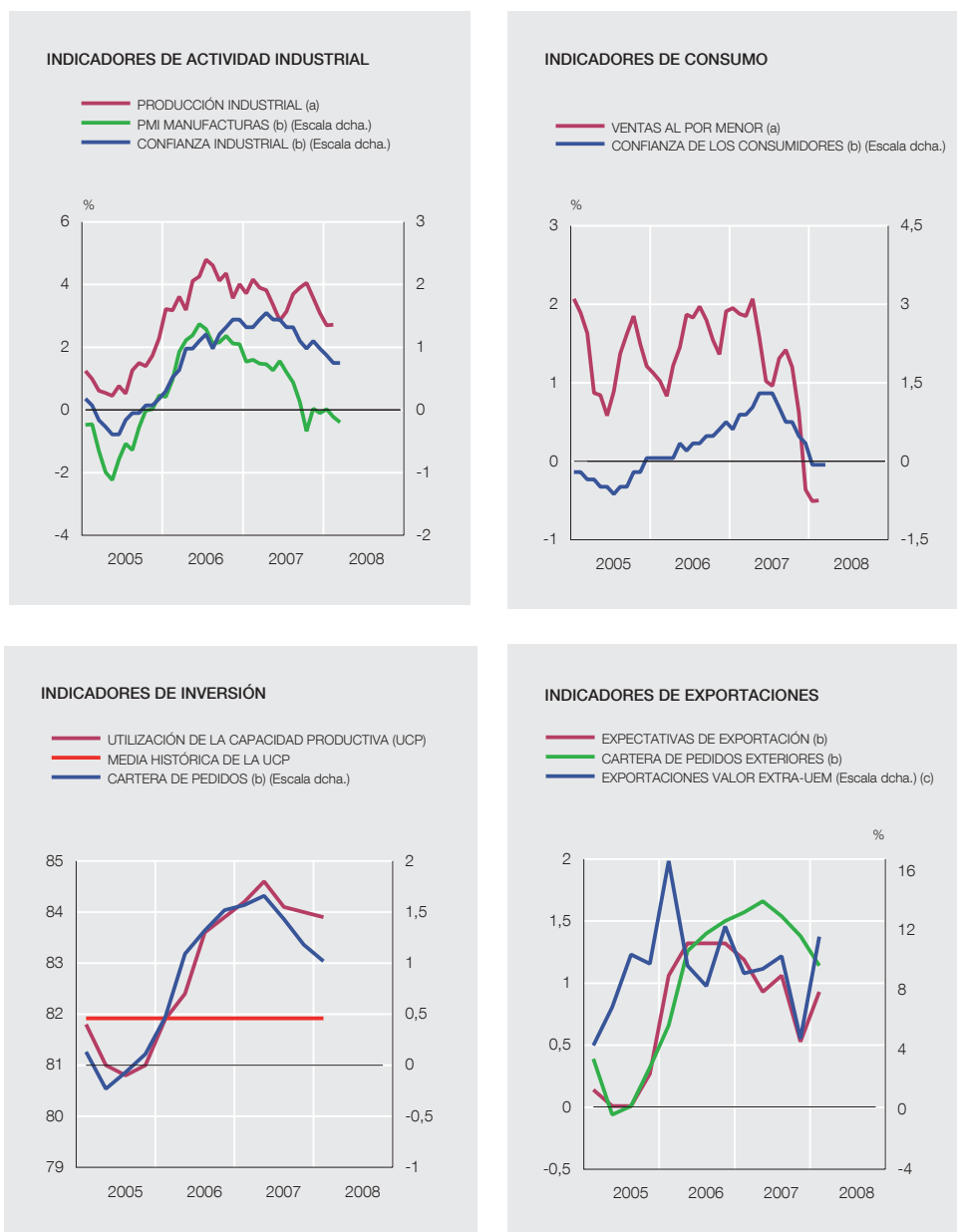


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea y encuesta PMI de Reuters. Series normalizadas.

La información coyuntural más reciente apunta a que en la primera parte del año la actividad real del área podría crecer a ritmos similares o algo superiores a los del último trimestre de 2007. Así, desde el punto de vista de la oferta, la producción de las ramas industrial y construcción experimentaron un notable dinamismo en los dos primeros meses del año (véase gráfico 10). Por otro lado, a pesar de que la confianza en el sector manufacturero se deterioró en el primer trimestre según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, su nivel se encuentra por encima del valor medio histórico. Además, las encuestas a los directores de compras apuntan a un mayor optimismo en este sector en los tres primeros meses de 2008. Por el contrario, la confianza en el sector servicios disminuyó en el primer trimestre de acuerdo con ambas encuestas, si bien su nivel todavía es coherente con la expansión de la actividad en el sector. Los indicadores de opinión referidos a las expectativas de empleo se mantuvieron en niveles elevados, aunque en el sector servicios prolongaron su senda descendente. Por otro lado, la tasa de paro continuó reduciéndose hasta el 7,1% en los dos primeros meses de 2008.

En la vertiente de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto anticipan un avance solo moderado del consumo privado en el primer trimestre del año. Así, el deterioro de las ventas minoristas hasta febrero fue leve e inferior al observado en el trimestre anterior. Las matriculaciones, por su parte, mostraron una gran volatilidad y, en media, cayeron en el período enero-marzo. De otro lado, la confianza del sector minorista y del consumidor disminuyó nuevamente en los tres primeros meses del año; y, probablemente, el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito y la extraordinaria incertidumbre relacionada con las turbulencias financieras desembocaron en un nuevo descenso de la disposición de compra de bienes de consumo duradero por parte de los consumidores. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores señalan buenas perspectivas para este componente del PIB, dados los niveles elevados que mantienen el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión y la valoración de la cartera de pedidos, a pesar de su tendencia a la baja. No obstante, los datos publicados en enero en la encuesta semes-

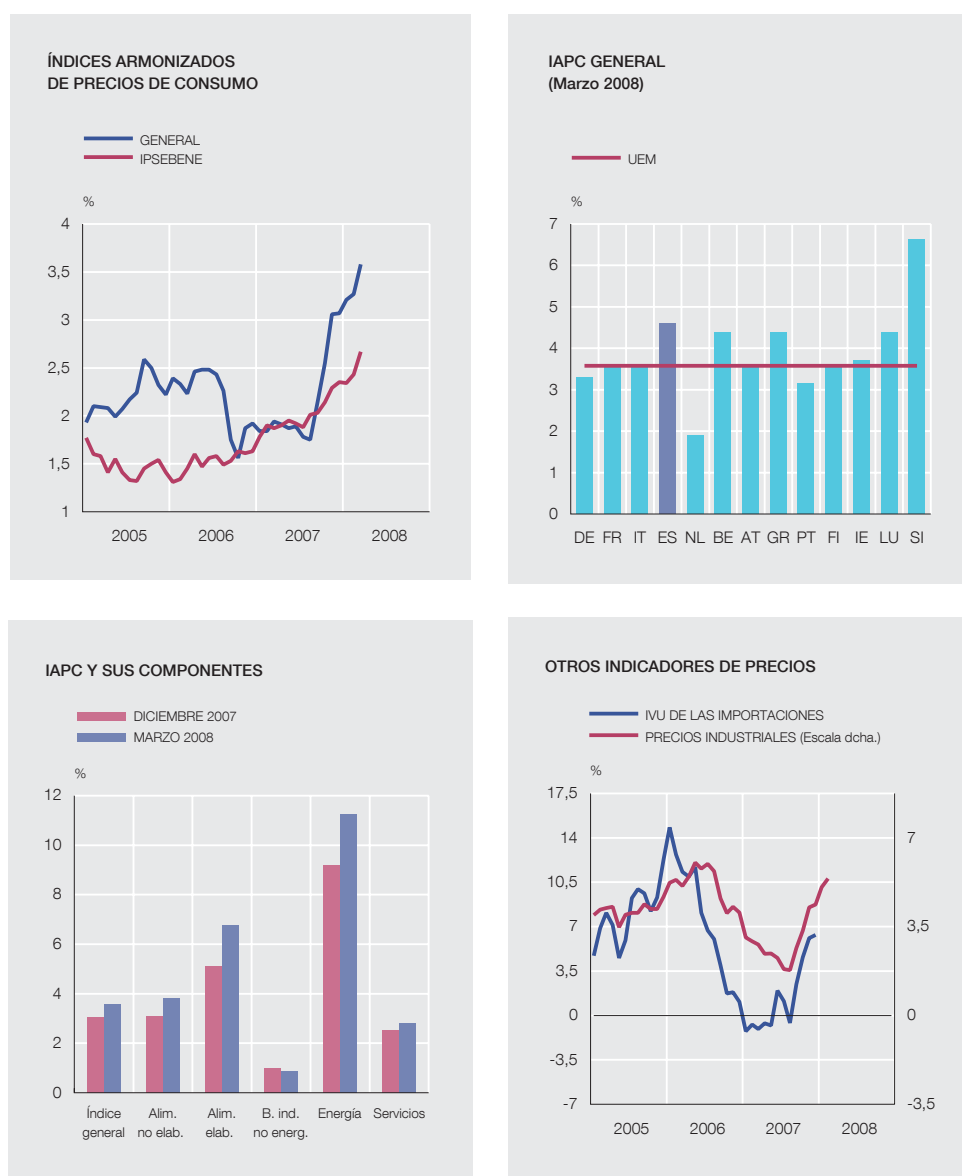


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Series normalizadas.  
 c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

tral sobre la inversión de la Comisión muestran una desaceleración del gasto en capital previsto para el conjunto del año 2008. Por último, los indicadores relacionados con la demanda exterior anticipan una expansión de las ventas al resto del mundo en el primer trimestre del año. En efecto, aunque la valoración media de la cartera de pedidos de exportaciones cayó en el primer trimestre del año, las expectativas de exportación mejoraron en ese período y los datos nominales de ventas al exterior procedentes de la balanza comercial repuntaron en enero y febrero.

En definitiva, la información más reciente no indica un deterioro adicional de la actividad en la zona del euro durante el primer trimestre de 2008, en un contexto en el que, por el momento,



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

el impacto de las turbulencias financieras sobre la economía real parece limitado. De esta forma, es previsible que el PIB continúe creciendo a tasas similares a las de la última parte del pasado año, en línea con las previsiones más recientes de organismos internacionales, sustentado en la demanda exterior y en la formación bruta de capital fijo. La evolución a partir de entonces vendrá muy determinada por la magnitud de los efectos sobre la actividad real de la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros, que, de perdurar, podría lastrar significativamente el crecimiento de la UEM, y por el alcance del deterioro del contexto internacional. En cualquier caso, las previsiones más recientes ya apuntan a que el PIB se desacelerará en 2008 hasta una tasa por debajo del potencial.

A lo largo del primer trimestre del año, el IAPC se aceleró medio punto, hasta alcanzar una tasa de variación del 3,6% en marzo (véase gráfico 11). La evolución del índice general continuó estando muy condicionada por el comportamiento del componente energético y de los alimen-

tos. En particular, la escalada de los precios del petróleo, que llegó a alcanzar los 107 dólares por barril del tipo Brent a mitad de marzo, impulsó el aumento de los precios energéticos desde el 9,2% de diciembre hasta el 11,2% en marzo. Por otra parte, el encarecimiento de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales se ha trasladado al componente de alimentos elaborados, que acumula desde diciembre una aceleración de 1,7 pp, hasta el 6,8% en marzo. El crecimiento de los precios de estos dos componentes, junto con el notable repunte de los precios de los servicios en marzo, derivó en un incremento de cuatro décimas de la inflación subyacente entre diciembre y marzo, hasta el 2,7%. Asimismo, los precios industriales (IPRI) prolongaron su tendencia alcista, hasta alcanzar en febrero una tasa interanual del 5,3%. La escalada de los precios energéticos lideró el aumento del IPRI en los dos primeros meses de 2008, y, en menor medida, la evolución de los precios de los bienes de consumo tanto duradero como no duradero y de los bienes intermedios también impulsaron el índice general.

Es previsible que la inflación descienda en los próximos meses a medida que se desaceleren los precios de la energía y de las materias primas alimenticias. No obstante, si estos precios evolucionan según lo anticipado por los mercados de futuros, su contribución a la tasa de inflación seguirá siendo elevada y esta se mantendrá por encima de la referencia del objetivo de estabilidad de precios hasta finales de 2008. Más a medio plazo, la continuación de la senda de moderación de la inflación dependerá crucialmente de la ausencia de efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios. En un contexto de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo como el actual, existe, no obstante, el riesgo de que estos efectos se desencadenen (véase recuadro 2). En contraposición, el menor dinamismo económico mundial, y en particular del área del euro, podría contribuir a mitigar los elementos negativos antes mencionados.

Según la información publicada por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó en enero de 2008 los 19,2 mm de euros, muy por encima del saldo también negativo de 3,7 mm de euros del mismo mes del año anterior. Este deterioro obedeció a los mayores déficits de la balanza de transferencias corrientes y de bienes —este último como consecuencia del mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones— y al descenso del saldo de la balanza de renta, que mostró un saldo negativo tras el registro positivo de un año antes. Por su parte, el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente. Por otro lado, en enero se produjo una importante salida neta de capitales en forma de inversiones directas, de 32,2 mm de euros, que superó las observadas en el mismo mes de 2007, mientras que las entradas netas en concepto de inversiones de cartera aumentaron hasta los 54,3 mm de euros. Con todo, la balanza básica, que aúna estas dos subbalanzas y la balanza por cuenta corriente, disminuyó significativamente su saldo positivo, hasta los 2,9 mm de euros, desde los 25,2 mm de euros de enero del año anterior (véase gráfico 14).

Según la agregación de los datos de las últimas notificaciones presentadas por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera, el déficit público del conjunto del área en 2007 habría disminuido siete décimas respecto al año anterior, hasta el 0,6% del PIB (véase cuadro 2). La reducción del saldo presupuestario habría respondido al descenso de los gastos y a la desaparición del impacto de los factores temporales que habían elevado el déficit en 2006, especialmente en Italia, mientras que el notable dinamismo de la actividad en la zona del euro impulsó la recaudación impositiva. La evolución del déficit habría resultado, por tanto, más favorable que lo previsto por la Comisión Europea en otoño y que la agregación de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008, que contemplaban un saldo negativo del 0,8% del producto. Con respecto a la ratio de deuda,

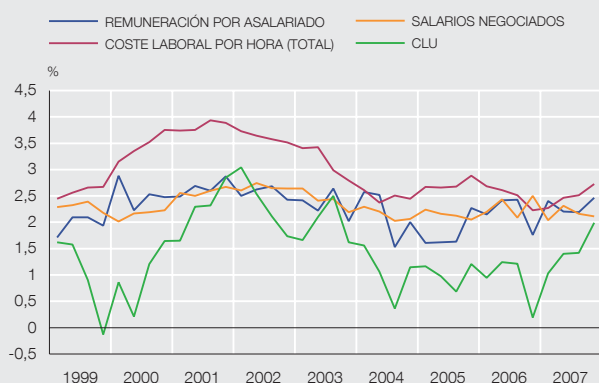
Desde los últimos meses del pasado año, el Consejo de Gobierno del BCE viene alertando de la existencia de claros riesgos al alza para la estabilidad de precios, principalmente relacionados con la posibilidad de que hagan su aparición los efectos de segunda ronda sobre la fijación de salarios y precios, derivados de los incrementos pasados del precio del petróleo y, más recientemente, también de los precios de los alimentos.

Los efectos de segunda ronda se pueden producir cuando un aumento de la inflación como consecuencia de una perturbación de carácter transitorio se traduce en un alza de las demandas salariales de los trabajadores o bien en un aumento directo de los incrementos salariales negociados, debido a la existencia de mecanismos de indicación automática de los salarios con la evolución de un determina-

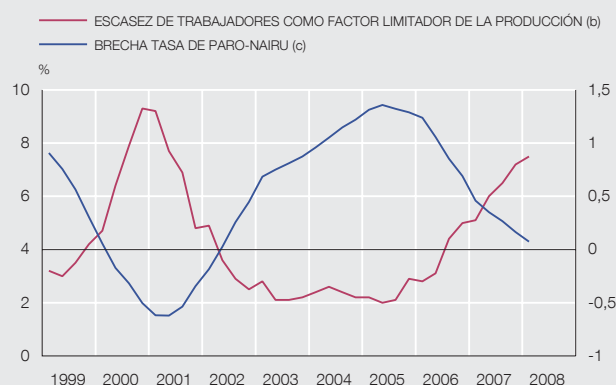
do indicador de precios<sup>1</sup>. Si estos incrementos salariales se terminan trasladando a precios, el impacto de la perturbación original sobre la inflación será mayor y más duradero (que el que se derivaría de sus efectos de primera ronda<sup>2</sup>). Los efectos de segunda ronda pueden

1. Es importante aclarar que un aumento del ritmo de crecimiento salarial, si se produce, no debe ser atribuido necesariamente a la presencia de efectos de segunda ronda, puesto que puede deberse al mayor dinamismo de la actividad y, en particular, del mercado de trabajo, así como a la evolución de otros factores exógenos, como son la oferta de trabajo o la productividad. 2. Se denominan efectos de primera ronda de una perturbación a los precios al conjunto del efecto directo de la misma sobre partidas específicas del índice de precios y el efecto indirecto que se produce cuando la perturbación afecta a bienes intermedios y se transmite a los precios del bien o servicio final a través de la cadena de producción.

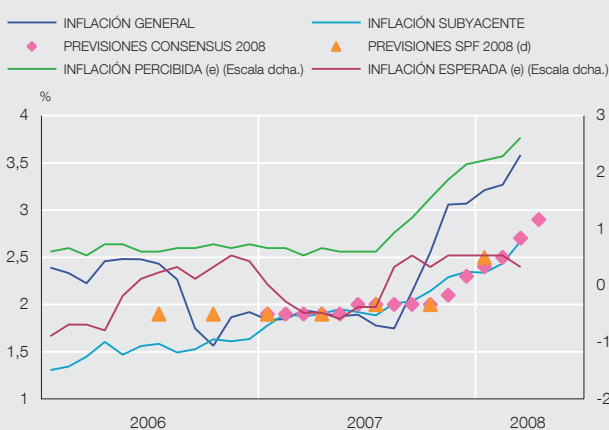
### 1 EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES (a)



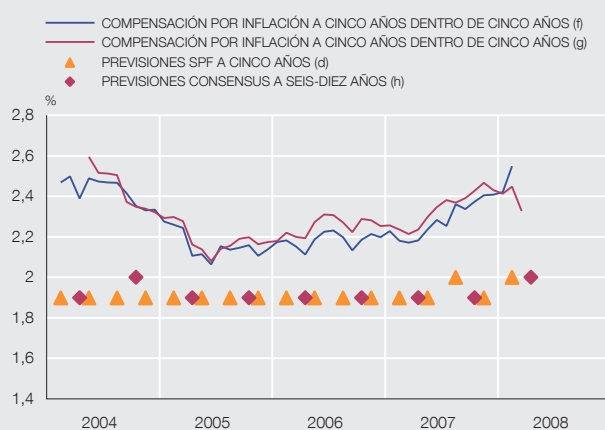
### 2 GRADO DE HOLGURA EN EL MERCADO DE TRABAJO



### 3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO



### 4 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecasts, Eurostat y OCDE.

a. Tasas de variación interanual.

b. Porcentaje de empresas que declaran que la escasez de trabajadores constituye un factor limitador de su producción, en respuesta a una pregunta planteada con carácter trimestral en la Encuesta Industrial de la CE.

c. Estimación de la Nairu elaborada por la OCDE.

d. La SPF (*Survey of Professional Forecasters*) es una encuesta que elabora el BCE con carácter trimestral, en la que se recogen las previsiones de un conjunto amplio de analistas de instituciones financieras y no financieras sobre inflación, tasa de crecimiento del PIB y tasa de desempleo en la UEM.

e. Tendencias de los precios en los últimos (próximos) doce meses, según la Encuesta de Consumidores de la CE. Valores normalizados.

f. Implícita en los bonos indicados a la inflación (ajustado de estacionalidad).

g. Implícita en los tipos de *swaps* ligados a la inflación.

h. Las previsiones de Consensus a largo plazo solo se publican en los meses de abril y octubre.



generarse también como resultado de los mecanismos de fijación de precios por parte de las empresas, en particular si estas intentan mantener sus márgenes de beneficio, o incluso aprovechar los períodos inflacionistas —y, probablemente, el insuficiente grado de competencia— para aumentar dichos márgenes. Este recuadro se centra, no obstante, en el canal salarial.

La evolución reciente de los indicadores de costes laborales muestra que la situación en el área del euro en su conjunto todavía es de moderación salarial (véase gráfico 1). Los costes salariales se han acelerado desde el 2005 en línea con el mejor comportamiento del empleo, pero lo han hecho moderadamente, y su crecimiento actual se encuentra por debajo de su media histórica y de lo que indicarían sus determinantes fundamentales. Esto ha sido así a pesar de que la iniciación automática de los salarios a la inflación actual o pasada afecta a parte de los asalariados en el conjunto del área. Por su parte, la significativa aceleración de los costes laborales unitarios a lo largo de 2007 ha obedecido, principalmente, al menor ritmo de avance de la productividad, en un contexto de ralentización del crecimiento económico del área.

Por lo que respecta a las perspectivas, la evolución de los costes laborales en el corto o medio plazo se verá afectada por la dinámica del mercado de trabajo y su grado de holgura. Tanto la brecha de desempleo (medida por la diferencia entre la tasa de paro observada y la tasa compatible con una inflación estable o NAIRU) como el indicador de factores limitadores de la producción (procedente de la Encuesta Industrial de la CE) indican que el grado de holgura en el mercado de trabajo se ha reducido significativamente desde finales de 2005 (véase gráfico 2). Así, el porcentaje de empresarios que declaran que la escasez de trabajadores constituye un factor limitador de su producción ha aumentado de forma continua y notable desde el tercer trimestre de 2005 y su valor más reciente (7,5%) se sitúa muy por encima del 3,7% que constituye su media histórica.

Estos indicadores apuntan la posibilidad de que los costes laborales puedan crecer en el corto o medio plazo por la mayor escasez del factor trabajo. De hecho, el desarrollo de las negociaciones salariales

que han tenido lugar en los últimos meses está evidenciando la mayor determinación por parte de los trabajadores a lograr unos incrementos salariales más elevados, tras un período prolongado de contención de sus salarios reales. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico para el año próximo, sensiblemente revisadas a la baja como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros y la fuerte desaceleración de la economía norteamericana, mitigarían este riesgo, ya que es más difícil alcanzar fuertes aumentos salariales en un contexto de ralentización de la actividad.

Otro factor relevante para la posible aparición de efectos de segunda ronda sobre los salarios es el impacto de la evolución de los precios sobre las expectativas de inflación. Como se observa en el gráfico 3, la inflación (sobre todo la general, pero también la subyacente) ha aumentado mucho desde septiembre de 2007. Esto ha elevado notablemente las previsiones de inflación a corto plazo elaboradas por analistas privados y organismos públicos, así como la inflación tanto percibida como esperada por los consumidores. Por otra parte, aunque las expectativas a largo plazo procedentes de encuestas no parecen haberse visto afectadas de forma significativa, sí se ha observado una clara tendencia al alza en las derivadas de indicadores financieros, si bien resulta difícil distinguir, especialmente en el actual contexto de turbulencias financieras, qué parte de ese incremento responde a un aumento genuino de las expectativas de inflación y cuál se corresponde con un aumento de las primas de riesgo (véase gráfico 4). Estos desarrollos suponen una confirmación de los motivos para estar alerta, pues, si las expectativas de inflación se alejan del objetivo de inflación del BCE, podrían surgir mayores demandas salariales que dieran origen a los efectos de segunda ronda.

En definitiva, aunque todavía existe una situación de moderación salarial en la UEM, el grado de holgura del mercado de trabajo se ha reducido de forma significativa y el aumento de la inflación en el período reciente ha elevado notablemente las expectativas de inflación a corto plazo. Los riesgos, pues, de que se produzcan efectos de segunda ronda se han intensificado, un escenario que únicamente se ve matizado por las perspectivas de menor crecimiento de la actividad para 2008.

según las notificaciones más recientes, esta habría disminuido hasta el 66,3% en 2007, desde el 68,4% un año antes.

Tal y como ya se había anticipado en los programas de estabilidad presentados a finales del pasado año, ningún Estado miembro superó en 2007 la cota del déficit del 3% establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, la mejora de los saldos presupuestarios se extendió a un gran número de países, entre los que se incluyen los dos Estados miembros que están sometidos a un procedimiento de déficit excesivo (Portugal e Italia), donde la corrección fue significativa —de 1,3 y 1,5 pp, hasta el 2,6% y el 1,9%, respectivamente—. En el segundo caso, tal mejora obedeció a la desaparición de algunas medidas temporales tomadas en 2006 y a la mayor recaudación por impuestos directos. No obstante, algunos países, como Francia, donde se produjeron recortes impositivos tras las elecciones de mayo de 2007, incrementa-

% del PIB							
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)						
	2006	2007 (b)	2007 (c)	2007 (d)	2008 (c)	2008 (d)	2009 (c)
Bélgica	0,3	-0,3	0,3	-0,2	0,5	0,0	0,7
Alemania	-1,6	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0
Grecia	-2,6	-2,9	-2,7	-2,8	-1,6	-1,6	-0,8
España	1,8	1,8	1,8	2,2	1,2	1,2	1,2
Francia	-2,4	-2,6	-2,4	-2,7	-2,3		-1,7
Irlanda	3,0	0,9	0,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,1
Italia	-3,4	-2,3	-2,4	-1,9	-2,2	-2,4	-1,5
Luxemburgo	1,3	1,2	1,0	3,0	0,8	1,3	1,0
Holanda	0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,5	1,1	0,6
Austria	-1,5	-0,8	-0,7	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2
Portugal	-3,9	-3,0	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-1,5
Eslovenia	-1,2	-0,7	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,6
Finlandia	4,1	4,6	4,5	5,3	3,7	4,6	3,6
Malta	-2,6	-1,8	-1,6	-1,8	-1,2	-1,2	-0,1
Chipre	-1,2	-1,0	1,5	3,3	0,5	1,1	0,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)							
Saldo primario	1,5	2,1	2,2		2,1		
Saldo total	-1,3	-0,8	-0,8	-0,6	-0,9	-1,0	-0,4
Deuda pública	68,4	66,5	66,6	66,3	64,8	65,0	62,8

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2007.

c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008. Al no haber sido presentado aún en el caso de Bélgica, se usan las previsiones del programa de estabilidad de finales de 2006.

d. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2008.

ron su desequilibrio presupuestario, y otros, como Irlanda, empeoraron su superávit fiscal llevando a cabo políticas fiscales procíclicas, en contra de las recomendaciones realizadas en el marco fiscal europeo.

Aunque por el momento la Comisión no ha publicado el saldo estructural basado en la nueva información procedente de las notificaciones, las estimaciones publicadas en su informe de otoño sugieren que la orientación de la política fiscal durante 2007 habría sido contractiva. La nueva información procedente de las notificaciones apunta a que el déficit público en la zona del euro aumentará en 2008 hasta aproximadamente el 1% del PIB, debido principalmente al deterioro de las perspectivas de crecimiento y a ciertas rebajas fiscales en algunos países, entre las que destacan las referidas al impuesto de sociedades en Alemania y a las contribuciones a la Seguridad Social en Alemania y en Francia. No obstante, existen riesgos de desviación al alza de esta estimación de déficit, en un contexto caracterizado por una elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas del área del euro.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En los primeros meses del año, los efectos en los mercados financieros de la UEM de las turbulencias financieras iniciadas el pasado verano en el sector hipotecario de baja calidad de Estados Unidos se han acentuado. En particular, más allá de los problemas de falta de liquidez

Uno de los canales por los cuales la política monetaria puede influir en la evolución de los precios es a través de su efecto sobre las expectativas de inflación a largo plazo. Si los agentes económicos otorgan credibilidad a la capacidad y el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, los mecanismos de fijación de precios y salarios contribuirán a la consecución del objetivo de inflación. Por este motivo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo destaca habitualmente la importancia de que las expectativas de inflación a largo plazo permanezcan sólidamente ancladas, y la necesidad de realizar un seguimiento muy atento de su evolución.

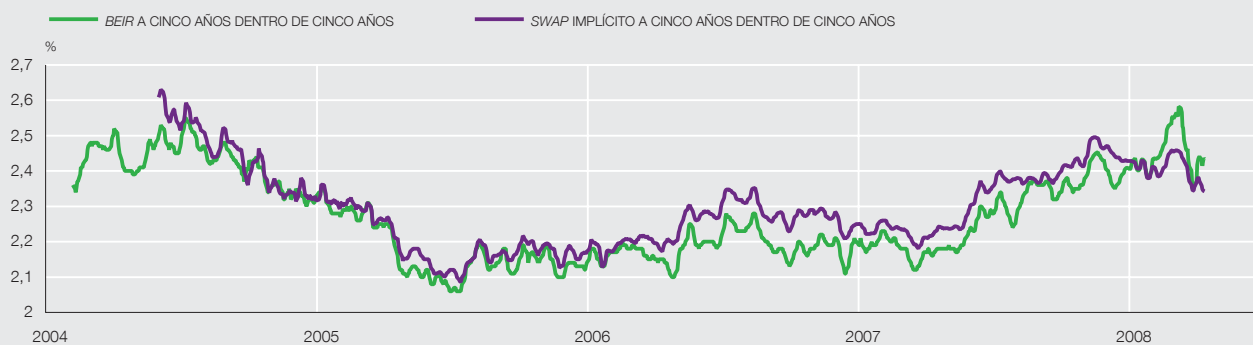
En la zona del euro existen dos fuentes principales de indicadores de expectativas de inflación a largo plazo: las encuestas de opinión, como, por ejemplo, la Encuesta de Predicciones Macroeconómicas del Banco Central Europeo («ECB's Survey of Professional Forecasters») y los indicadores de compensación por inflación obtenidos a partir de instrumentos financieros, particularmente de los bonos indicados y los *swaps* de inflación. La principal ventaja de estos últimos es su mayor frecuencia, que permite conocer en cada momento la opinión del mercado y su respuesta a la situación económica y a las actuaciones de política económica.

La compensación por inflación estimada a partir de los bonos indicados en la UEM, comúnmente denominada *BEIR* por su termino-

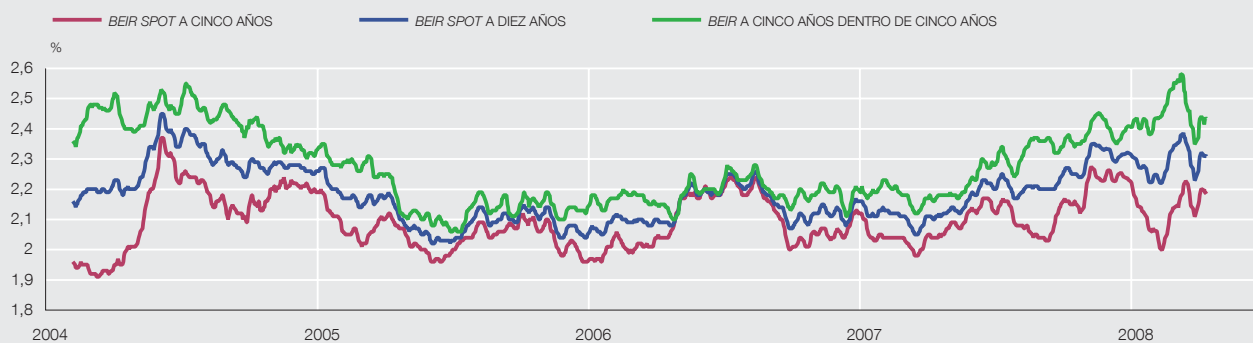
logía anglosajona (*break-even inflation rate*), se calcula como el diferencial de rendimiento entre un bono nominal y un bono indicado al IAPC (excluido tabaco), con las mismas características en cuanto a emisor y plazo de vencimiento. Esta medida aproximaría la tasa de inflación hipotética para la cual el rendimiento esperado de los dos tipos de bonos es equivalente. La principal ventaja de los *BEIR* es, además de su elevada frecuencia debido a que se negocian de forma continua en el mercado de bonos y derivados, la disponibilidad de un número amplio de plazos de vencimiento que permite calcular medidas de compensación por inflación a diferentes horizontes temporales e incluso estimar la estructura temporal de tipos de interés reales y de inflación<sup>1</sup>. Dichas curvas permiten, por ejemplo, la descomposición de los *BEIR* a diez años —un indicador de la compensación media por inflación requerida en los mercados para los próximos diez años— en los *BEIR* a cinco años y los *BEIR* implícitos entre los cinco y los diez años, que proporcionan información más precisa sobre la tasa de inflación (y prima de riesgo asociada) esperada en promedio en el medio a largo plazo.

1. Véase J. Ejsing, J. A. García y T. Werner (2007), *Estimating real and inflation term structures using euro area inflation-linked bond data*, ECB Working Paper series No. 830, diciembre.

#### 1 COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN PROCEDENTE DE:



#### 2 COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN PROCEDENTE DE:



FUENTES: Banco Central Europeo y Reuters.

Por otro lado, el *swap* de inflación es un contrato mediante el cual se intercambian dos flujos de capitales, de los cuales uno depende de la inflación observada a lo largo de la vida del *swap*. La compensación por inflación es la tasa que ex ante igualaría los flujos nominales intercambiados. Los *swaps* indicados con la inflación ofrecen una amplia gama de vencimientos, por lo que, como en el caso de los *BEIR*, también se puede obtener una curva entre compensación de inflación y plazos del contrato y seleccionar los valores más relevantes.

No obstante, ambos indicadores de compensación por inflación son medidas imperfectas de las expectativas de inflación del mercado, por diversos motivos. El principal se deriva de que los inversores son aversos al riesgo y exigen una remuneración adicional o prima de riesgo cuando se alargan los plazos de los contratos, dada la incertidumbre respecto al comportamiento de las variables económicas en el futuro. En el caso de los *swaps* de inflación también puede existir una prima que compense por un riesgo de contrapartida y, además, se carece de un mercado organizado, lo que dificulta la obtención de datos con una calidad relativamente homogénea en el tiempo. Por su parte, la menor liquidez de los bonos indicados con respecto a los convencionales conllevará la presencia de una prima en la rentabilidad de los primeros, que reducirá el *BEIR* y sesgará a la baja las expectativas de inflación derivadas. Además, los bonos indicados están sujetos a factores técnicos o institucionales que, ocasionalmente, también pueden reducir tem-

poralmente el contenido informativo de los *BEIR* sobre las expectativas de inflación.

En los gráficos 1 y 2 se presentan medidas alternativas de compensación por inflación para la zona del euro. Como puede observarse, estas han seguido una trayectoria ascendente desde el segundo trimestre de 2007. Dicho incremento podría reflejar un aumento en las expectativas de inflación. No obstante, dada la reevaluación de los riesgos que ha tenido lugar a nivel general de los mercados financieros en ese período, es muy posible también que responda a un incremento en la prima de riesgo asociada. La tendencia alcista se acentuó de forma notable en los primeros meses de 2008, especialmente en los *BEIR*. Pero, de nuevo, la intensa demanda de bonos soberanos (de alta calificación crediticia) a corto y medio plazo en esos meses parece haber causado notables fluctuaciones en los *BEIR* a cinco años, que mecánicamente se han traducido en movimientos bruscos en los *BEIR* implícitos a largo plazo.

Estos acontecimientos recientes ponen de manifiesto la complejidad de la interpretación de los movimientos en los indicadores de compensación por inflación, dado que están sujetos a distorsiones difíciles de identificar y aún más de cuantificar. Por ello, es muy relevante analizar conjuntamente estas medidas de compensación por inflación con indicadores de expectativas de inflación procedentes de encuestas, particularmente en un contexto —como el actual— de importantes turbulencias en los mercados financieros.

en los mercados interbancarios, la inestabilidad se ha intensificado en otros segmentos y las condiciones de concesión de crédito se han endurecido.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales: en el 4% para el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, y para las facilidades marginales de depósito y de crédito en el 3% y el 5%, respectivamente (véase gráfico 12). No obstante, el BCE confirmó la existencia de fuertes presiones inflacionistas en el corto plazo, en un contexto de crecimiento monetario y crediticio vigoroso y de fundamentos económicos sólidos, al tiempo que reconocía el elevado nivel de incertidumbre sobre los efectos y duración de las turbulencias financieras. En cualquier caso, el banco central enfatizó que su objetivo primario es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y que las decisiones tomadas contribuyen a lograr tal objetivo. Finalmente, el BCE subrayó su compromiso con la prevención de los efectos de segunda vuelta y la materialización de los riesgos alcistas sobre la estabilidad de precios en el medio plazo.

En los mercados interbancarios, las tensiones tendieron a moderarse en los dos primeros meses del año. No obstante, a partir de marzo volvieron a resurgir, ligadas tanto a problemas de liquidez como a un repunte de las primas de riesgo de contrapartida. Así, el diferencial de rentabilidad entre las operaciones interbancarias sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) volvió a repuntar, hasta situarse en torno a los 90 pb a mediados de abril en los contratos a un año. En este contexto, el BCE continuó inyectando liquidez de forma extraordinaria a través de las operaciones principales de financiación, en las que se siguieron adjudicando

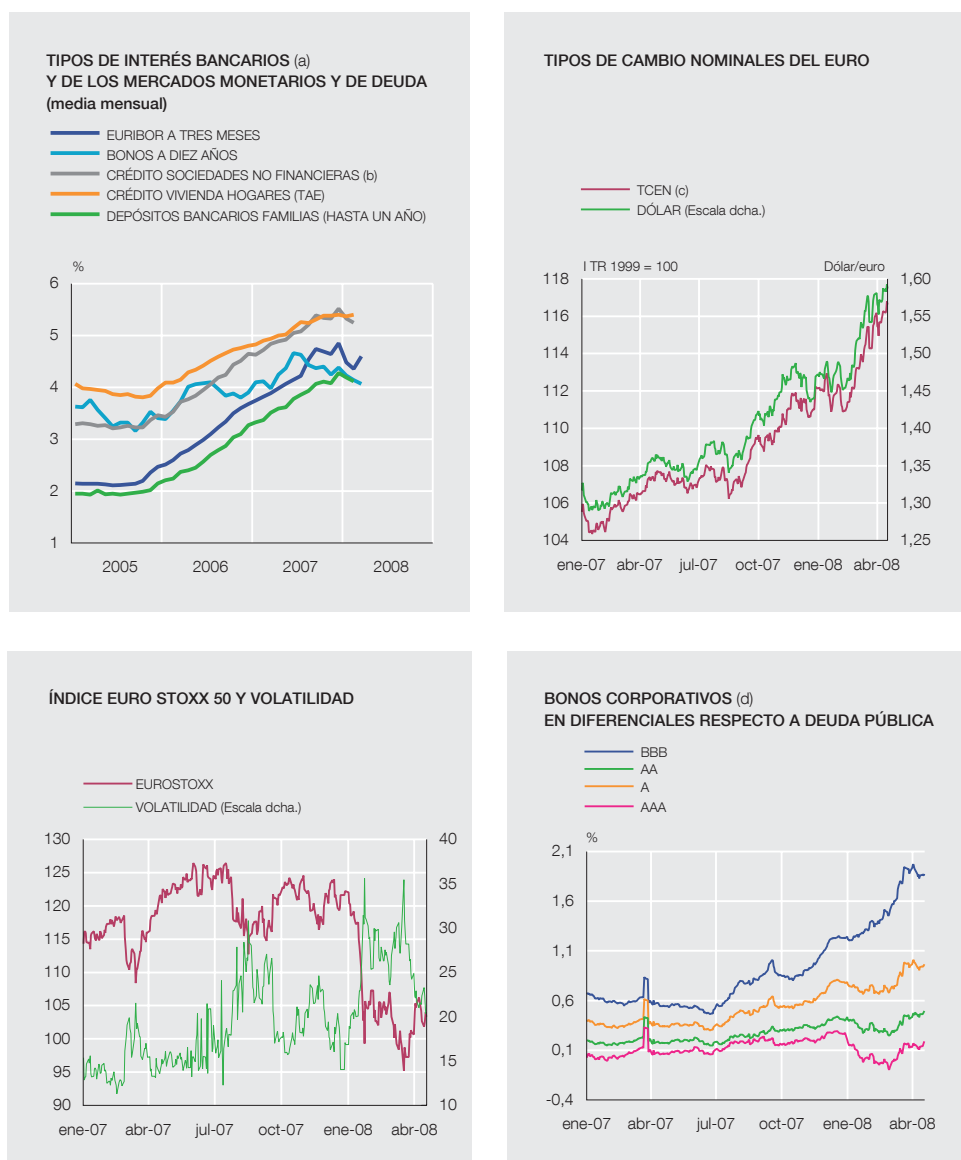


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

cando volúmenes por encima de las cantidades consideradas como neutrales, pero, sobre todo, a través de las operaciones a más largo plazo suplementarias. Asimismo, el BCE siguió actuando de forma coordinada con otros bancos centrales y en marzo amplió el acuerdo con la Reserva Federal para suministrar recursos en dólares.

En el primer trimestre del año, los rendimientos de la deuda pública a diez años retrocedieron gradualmente, aunque con un comportamiento volátil, a medida que su papel como activo refugio se intensificaba. En abril, no obstante, se produjo cierto repunte, hasta el 4,2%. En Estados Unidos, la relajación de la política monetaria y las peores perspectivas macroeconómicas derivaron en una mayor reducción de los tipos a largo plazo, los cuales han llegado a situarse en abril unos 60 pb por debajo de los europeos —frente a una diferencia de 30 pb en diciembre— (véase gráfico 13). Por otro lado, la búsqueda de calidad crediticia y de liquidez dio también lugar a una ampliación de los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países de la UEM, especialmente entre finales de febrero y mitad de marzo. En los mercados de renta fija privada, en los meses transcurridos de 2008,

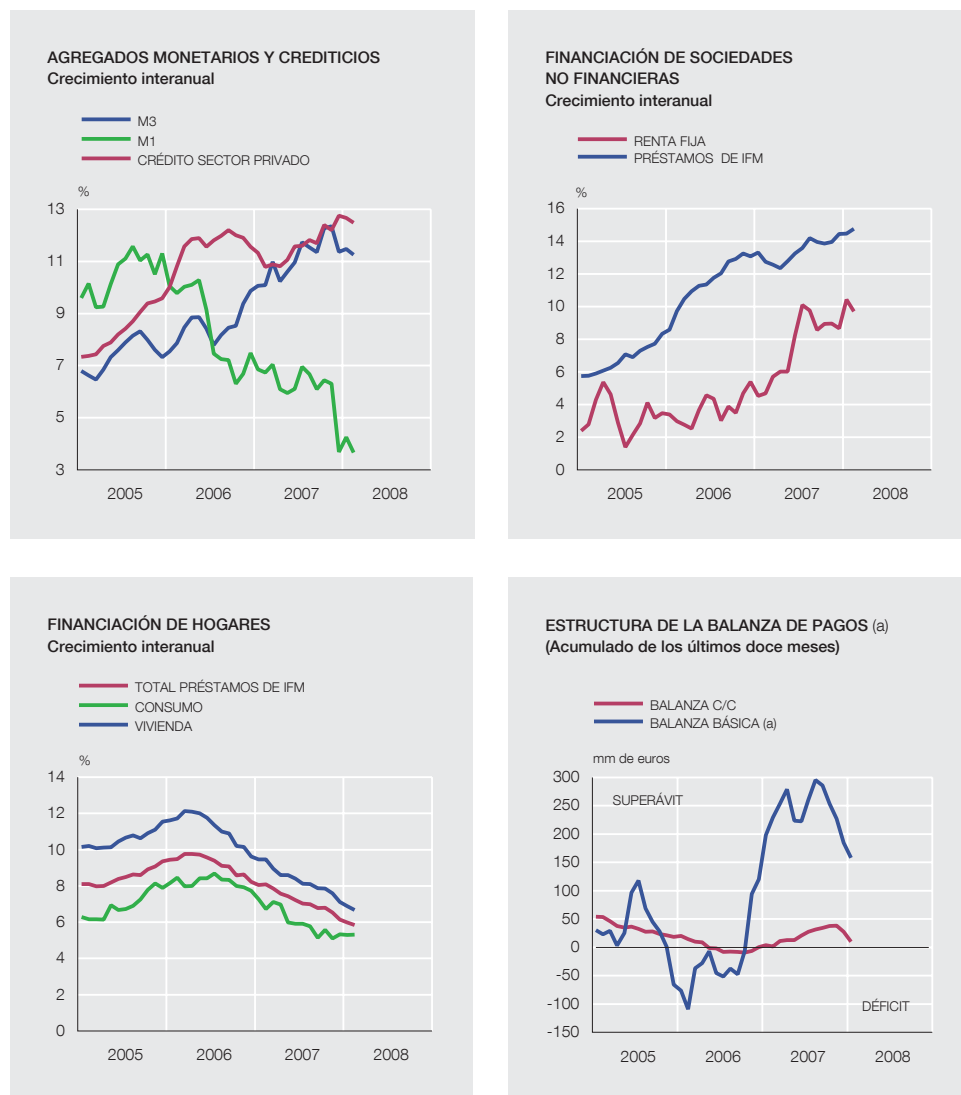


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.  
 c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCEN-22). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.  
 d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

los diferenciales de rentabilidad continuaron creciendo, de manera más intensa en los bonos de peor calidad crediticia.

Las turbulencias financieras afectaron de forma más clara a los índices bursátiles a comienzos de 2008, a medida que los agentes económicos percibían un mayor impacto sobre la actividad económica, particularmente en Estados Unidos. Así, tras las notables pérdidas que se sucedieron en enero, los precios de las acciones continuaron cayendo con un elevado grado de volatilidad hasta aproximadamente mediados de marzo. A partir de entonces, el apoyo de la Reserva Federal a la adquisición de Bear Stearns por parte de JP Morgan y el recorte de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos impulsaron los índices no solo en ese país, sino también en la UEM, de forma que, desde mitad de marzo y hasta la fecha de cierre de este



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

Boletín, la ganancia acumulada del índice Eurostoxx amplio alcanza aproximadamente el 9%. No obstante, esta mejora no ha compensado la evolución negativa de las primeras semanas de enero, con lo que las pérdidas acumuladas desde principios de año son superiores al 12% en 2008.

En la parte transcurrida del año, la prolongación de la inestabilidad financiera, el deterioro del panorama económico de Estados Unidos y las expectativas de ampliación de los diferenciales de tipos de interés entre este país y la UEM contribuyeron a que el euro continuara su tendencia apreciatoria, la cual fue particularmente intensa desde finales de febrero. Así, el tipo de cambio efectivo nominal se revalorizó desde diciembre aproximadamente un 3%, y el tipo de cambio frente al dólar, alrededor de un 6% (véase gráfico 13).

Los agregados monetarios continuaron expandiéndose a tasas elevadas en los primeros meses de 2007, reflejando en gran medida el aplanamiento de la curva de rendimientos y el incentivo que esto ha supuesto para la demanda de activos líquidos y seguros. Así, en febrero el agregado M3 aumentó un 11,3%, tasa ligeramente inferior a la observada un mes antes,

pero muy similar a la de diciembre. Al mismo tiempo, el agregado monetario más líquido, M1, se desaceleró en febrero como resultado del menor dinamismo del efectivo en circulación y especialmente de los depósitos a la vista, de forma que su ritmo de avance se situó por debajo del 4%, un nivel idéntico al de finales del 2007 (véase gráfico 14).

Igualmente, el crédito al sector privado continuó dando muestras de dinamismo en los dos primeros meses del año, sustentado en el vigor de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras —que alcanzaron un 14,8% interanual en febrero—. Este comportamiento sugiere que, por el momento, no se ha producido una contracción severa de la oferta de los préstamos por parte de los bancos como consecuencia de las turbulencias financieras y a pesar del endurecimiento de las condiciones de concesión de los préstamos que se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios. Por el contrario, los préstamos a hogares se desaceleraron en los dos primeros meses del año, hasta registrar un aumento del 5,8%. Dentro de estos últimos, los otorgados para compra de vivienda se ralentizaron hasta el 6,7% en febrero, mientras que los destinados para el consumo mantuvieron su ritmo de avance en el 5,3%. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, en este caso, el menor crecimiento podría obedecer al endurecimiento de las condiciones de concesión y a una caída de la demanda de préstamos por parte de los hogares. Finalmente, los préstamos a instituciones financieras no monetarias continuaron creciendo a ritmos elevados, probablemente debido al recurso a este tipo de financiación, en un contexto de falta de liquidez en los mercados.



## 4 La economía española

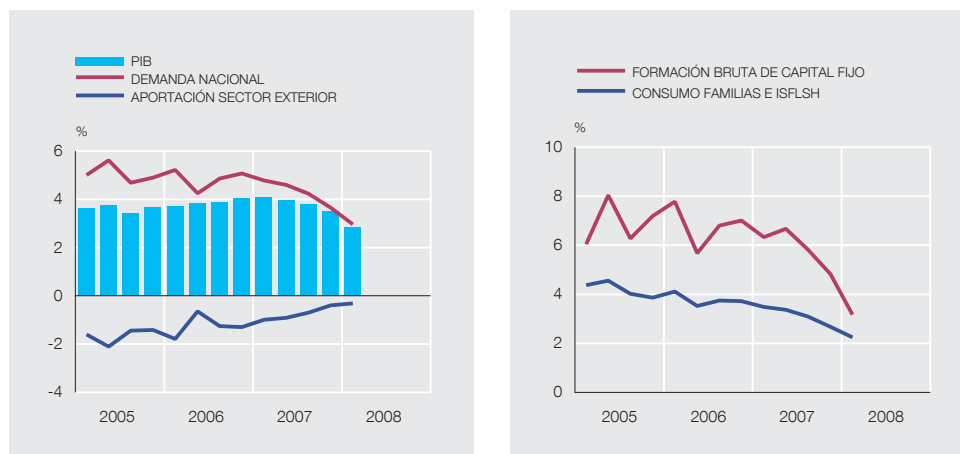
Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2007 ascendió al 3,5%, acentuando el perfil de desaceleración que había mostrado a lo largo del ejercicio. La información disponible para los primeros meses de este año apunta a una ralentización más pronunciada de la actividad en el primer trimestre de 2008, para el que se estima un crecimiento del PIB del 2,8% en tasa interanual —lo que representa una tasa intertrimestral del 0,4%—, como consecuencia del menor empuje de la demanda nacional, cuya tasa de expansión se reduciría hasta el 3%, en tanto que la aportación del sector exterior habría mejorado ligeramente, hasta situarse en -0,3 pp (véase gráfico 15). La pérdida de vigor de la demanda nacional en este trimestre habría sido generalizada, a excepción del consumo público, cuyo ritmo de avance se ha hecho más intenso.

Por el lado de la oferta, salvo en el caso de la rama de industria y energía, cuyo ritmo de avance se habría mantenido prácticamente inalterado, la desaceleración del valor añadido en el primer trimestre de 2008 se habría producido en todas las ramas de actividad, aunque con mayor intensidad en el caso de la construcción. Los servicios, por su parte, habrían mantenido un notable crecimiento, si bien dentro de la trayectoria de desaceleración señalada. En cuanto al empleo, los indicadores disponibles apuntan hacia un menor dinamismo, en línea con el que se estima para el producto, por lo que el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo para el conjunto de la economía se mantendría cercano al 1%. Al mismo tiempo se prevé una aceleración significativa de la remuneración por asalariado, debido tanto al aumento de las tarifas salariales más altas que se están negociando en los convenios como, sobre todo, a la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2007, con lo que se estima que los costes laborales unitarios repuntarán en el primer trimestre. En cuanto a los precios de consumo, el IPC se incrementó adicionalmente en los primeros meses del año, hasta alcanzar una tasa interanual del 4,4% en la media del primer trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, como consecuencia del encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en el 3,2%, tasa similar a la de los tres últimos meses de 2007.

### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció a una tasa interanual del 2,7%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, esta tendencia hacia la moderación del consumo privado se ha intensificado en los primeros meses de 2008 (véase gráfico 16), con lo que el consumo de los hogares podría haberse desacelerado hasta el 2,2%. En un contexto de incertidumbre sobre la situación económica y financiera internacional, y con tasas de inflación bastante elevadas, la confianza de los consumidores y del comercio minorista descendieron, de nuevo, en el primer trimestre del año, alcanzando, en ambos casos, los valores mínimos de los últimos trece años. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de grandes empresas, referidos a enero y febrero, señalaron un menor dinamismo de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo. Asimismo, el índice del comercio al por menor real registró en ese mismo período nuevas caídas. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, las matriculaciones de automóviles se redujeron de forma significativa en el primer trimestre del año.

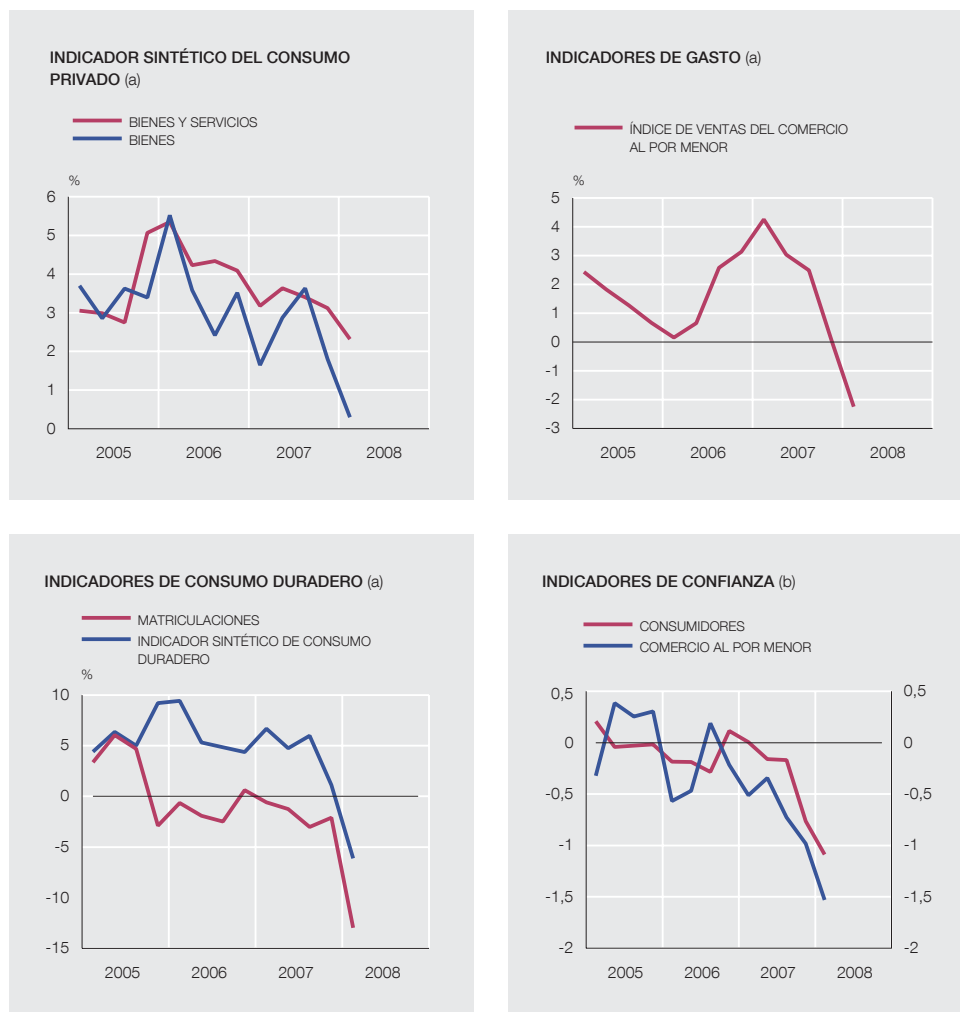
Es difícil determinar si esta moderación en la evolución del consumo privado se debe al comportamiento de la renta disponible o, más bien, obedece a otros condicionantes. Aunque la renta disponible de los hogares está viéndose afectada desfavorablemente por el menor dina-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

## INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

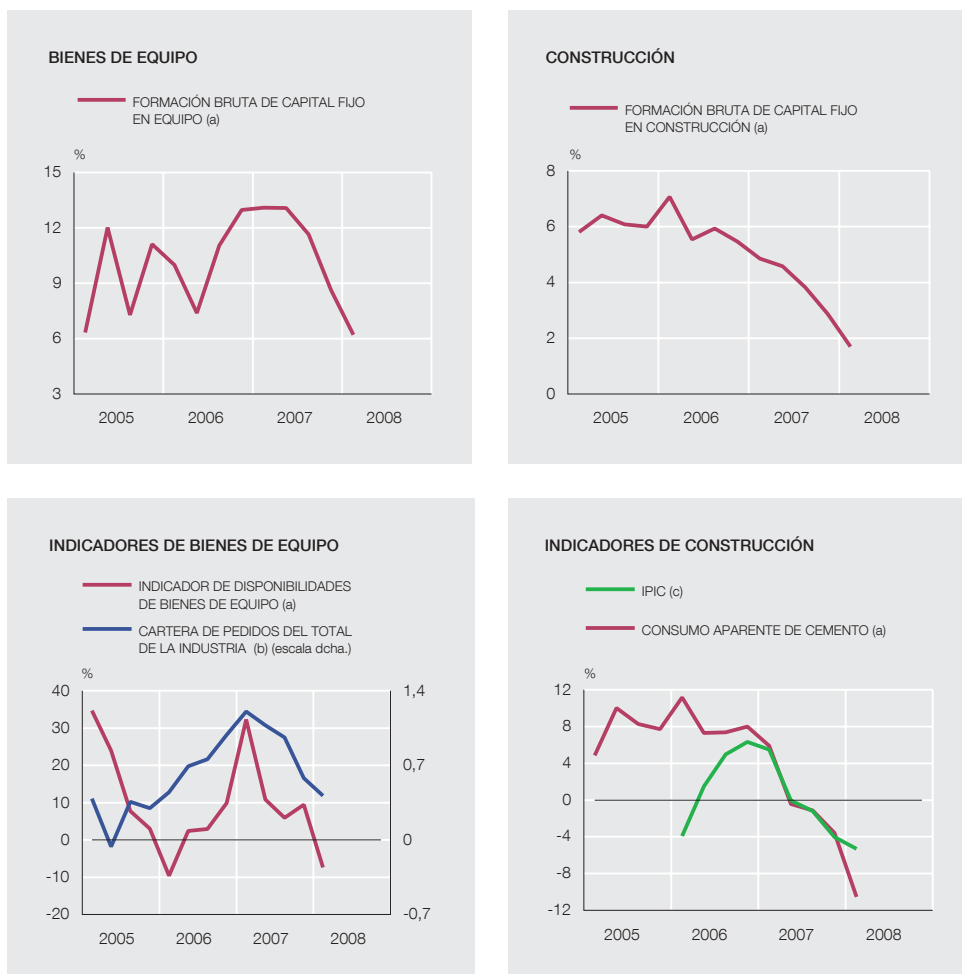
mismo en la creación de empleo, la mayor carga financiera derivada de los tipos de interés más altos y el repunte de la inflación, que merma su poder adquisitivo, los incrementos salariales que se están acordando en los primeros meses de 2008 y, sobre todo, la activación de las cláusulas de indicación correspondiente a 2007 por una cuantía elevada podrían estar compensando esos efectos negativos. En cuanto a los otros factores determinantes del consumo, la riqueza de las familias, materializada tanto en activos inmobiliarios como financieros, ha ralentizado su ritmo de avance, como consecuencia de las menores expectativas de revalorización de la vivienda —cuyo precio se incrementó un 3,8% en términos interanuales en el primer trimestre de 2008, 3,4 pp menos que en el mismo trimestre del año anterior— y de las caídas en las cotizaciones bursátiles. Esta trayectoria del patrimonio en poder de los hogares, junto con la mala evolución del indicador de confianza de los consumidores, apuntaría a que la tasa de ahorro habría seguido recuperándose, en línea con lo observado en los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales en el cuarto trimestre de 2007, en que la tasa de ahorro se elevó al 10,3%.

Por su parte, el consumo final de las Administraciones Públicas atenuó su fortaleza en el cuarto trimestre de 2007, al crecer un 4,4%, siete décimas menos que en el trimestre anterior. Para el primer trimestre de 2008 se prevé una ligera aceleración, de acuerdo con la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios.

El dinamismo de la formación bruta de capital fijo se moderó a finales de 2007, por segundo trimestre consecutivo, registrando un incremento interanual del 4,8%, un punto porcentual menos que en el tercer trimestre (véase gráfico 17). Este resultado fue fruto del menor ritmo de avance tanto de la inversión en equipo como de la inversión en construcción, mientras que la inversión en otros productos tuvo un comportamiento más favorable. La información disponible para el primer trimestre de 2008 señala una continuidad de esta tendencia de desaceleración, con un menor crecimiento de la formación bruta de capital fijo en todos sus componentes.

Aunque se mantendría como el componente más dinámico de la demanda interna, la inversión en bienes de equipo seguiría desacelerándose en el primer trimestre de 2008, a juzgar por sus principales indicadores. Así, las disponibilidades de bienes de equipo, calculadas con datos incompletos para el primer trimestre de 2008, han experimentado menores ritmos de avance, al tiempo que los indicadores de confianza muestran retrocesos en el caso del indicador de clima industrial de bienes de equipo y en el de la cartera de pedidos. La evolución reciente de la inversión en equipo sigue sustentándose, según datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales hasta el cuarto trimestre de 2007, en el dinamismo de la actividad y de los beneficios empresariales, si bien ambos factores están viéndose afectados por la desaceleración de la demanda y por el aumento de la carga financiera, respectivamente. En este sentido, las crecientes necesidades de financiación de las empresas no financieras, en un contexto de mayores costes de financiación, inestabilidad en los mercados financieros y deterioro de las perspectivas económicas, podrían inducir retrasos en los planes de inversión de las empresas.

El ritmo de crecimiento de la construcción se redujo 0,9 pp en el cuarto trimestre de 2007, hasta una tasa interanual del 2,9%, la más baja desde 1998, con menores incrementos tanto en vivienda como en el resto de construcciones. En el primer trimestre de 2008 la desaceleración de la inversión en construcción se habría intensificado a tenor de los datos relativos tanto a los indicadores de consumos intermedios como de empleo del sector. En el primer caso, la producción interior de materiales de construcción registró en los meses de enero y febrero tasas negativas que duplican a las registradas el cuarto trimestre de 2007, lo que



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

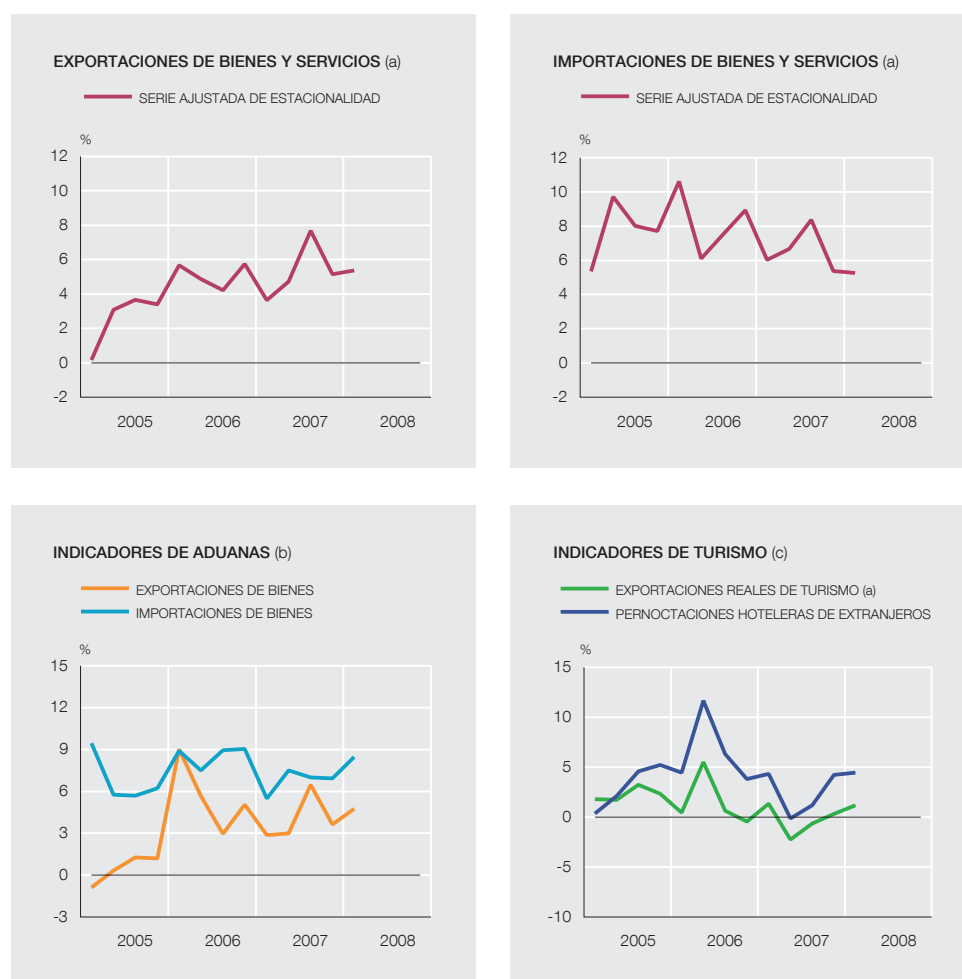
a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción. Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

también se observa en el consumo aparente de cemento. En el segundo, el número de trabajadores del sector afiliados a la Seguridad Social experimentó una caída neta en el conjunto de los meses de enero a marzo por primera vez desde 1996, mientras que el número de parados de la construcción aumentó en dicho período a ritmos superiores al 30%. Finalmente, los índices de producción de la industria de la construcción (IPIC) iniciaron el año con retrocesos tanto en edificación como en obra civil, mientras que las opiniones empresariales del sector se deterioraron apreciablemente entre enero y marzo, alcanzando valores mínimos no recogidos desde 1997.

Respecto a los distintos tipos de obra, se estima que la edificación residencial redujo su ritmo de avance como consecuencia del menor flujo de viviendas iniciadas a lo largo de 2007, en particular en la segunda mitad del año. La oferta de viviendas ha respondido, así, al debilitamiento de la demanda observado a lo largo de 2007. En particular, la demanda de viviendas se desaceleró en los últimos meses, a juzgar por los datos de transacciones de los Colegios de Registradores y de Notarios, correspondientes al cuarto trimestre de 2007, y por los datos de nuevas hipotecas concedidas y de la nueva «Estadística de Transmisiones de Derechos de la



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.  
b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.  
c. Series ajustadas de estacionalidad.

Propiedad», que alcanzan hasta el mes de enero de este año, si bien en todos los casos se observa que las compraventas de viviendas nuevas —más relevantes como indicador de la inversión en vivienda— han disminuido menos de lo que lo hacen las viviendas de segunda mano. También los visados correspondientes a proyectos de edificación no residencial y la licitación oficial de proyectos de obra civil han disminuido en los últimos meses, por lo que la construcción no residencial probablemente mantendrá la desaceleración experimentada en los trimestres anteriores.

El último trimestre de 2007 se cerró con una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto de cuatro décimas, el mejor registro de los últimos años, gracias a una moderación más intensa de las importaciones que la observada en el caso de las exportaciones, hasta el 5,4% y el 5,1%, respectivamente (véase gráfico 18). En el conjunto de 2007, la demanda exterior neta detraxo 0,7 pp al crecimiento del PIB, cinco décimas menos que en 2006, gracias a la ligera aceleración de los flujos reales de exportación y, en mayor medida, a la moderación de las importaciones reales. Estos resultados se produjeron en un contexto de ralentización del comercio mundial, que, tras haber crecido en torno al 9% en 2006, ha atenuado su avance hasta tasas del 6% en 2007. La información aún incompleta

correspondiente al primer trimestre de 2008 apunta a que las exportaciones habrían mantenido un buen tono en este período, pese a los posibles efectos desfavorables de la apreciación del euro. Por su parte, las importaciones se desacelerarían ligeramente, en sintonía con la moderación de la demanda final, con lo que la aportación de la demanda exterior neta mejoraría ligeramente respecto del trimestre precedente, hasta -0,3 pp.

Según la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las exportaciones reales de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual hasta el 4,6% —desde el 6,2% del trimestre precedente—, truncando el perfil de aceleración que venían mostrando a lo largo del año. De acuerdo con los datos de Aduanas correspondientes a enero y febrero, las exportaciones reales se habrían recuperado ligeramente, hasta una tasa interanual del 5,2%, algo más de medio punto porcentual por encima del registro del cuarto trimestre de 2007. Por tipos de productos, en los dos primeros meses de 2008 destacan el repunte de las ventas de bienes de consumo no alimenticio (en particular, de automóviles) y el retroceso de las exportaciones de bienes de equipo. Por áreas geográficas, las ventas han repuntado especialmente en la zona del euro y en el Reino Unido, mientras que las tasas de crecimiento continuaron siendo muy elevadas en las dirigidas a China, Rusia y países asociados, y países de la OPEP.

Según las cifras de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las exportaciones reales de servicios turísticos experimentaron un avance ligeramente positivo del 0,3%, tras los descensos sufridos en los dos trimestres precedentes. Los indicadores disponibles para 2008 parecen confirmar esta tendencia, dados los significativos aumentos observados durante el primer trimestre en las entradas de turistas extranjeros —que aumentan un 5,3% en términos interanuales— y en el número de pernoctaciones hoteleras efectuadas (un 5,6%), si bien hay que recordar que estas tasas podrían estar sesgadas al alza, al ser bisiesto este año. Del mismo modo, la encuesta de gasto turístico (EGATUR) ha mostrado un comportamiento expansivo en el conjunto de los dos primeros meses del año, tanto en el gasto nominal total de los turistas (con una tasa interanual del 9%) como del gasto medio por persona.

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos ralentizaron su avance en el último trimestre de 2007, aunque continuaron experimentando un sólido crecimiento, del 11,7%. La información desagregada de Balanza de Pagos correspondiente al último trimestre de 2007 muestra que dicha desaceleración se produjo en sus dos principales rúbricas —los servicios prestados a las empresas y los servicios de transporte—, mientras que otras partidas de menor peso en la estructura exportadora siguieron presentando un elevado dinamismo, como los servicios de construcción y, en menor medida, los servicios financieros, seguros y servicios informáticos.

De acuerdo con la CNTR, en el cuarto trimestre de 2007 las importaciones reales de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual hasta el 4,7%, desde el 7,4% del trimestre precedente. En cuanto a los datos más recientes, al igual que ocurría con las exportaciones, las compras al exterior presentan en el conjunto de enero y febrero una pequeña recuperación (de medio punto porcentual) de su tasa de crecimiento, hasta el 8,2%. Por grupos de productos, en los dos primeros meses de 2008 se aceleraron especialmente las compras de bienes intermedios, tanto energéticos como el resto, mientras que retrocedieron las importaciones de bienes de equipo y las de bienes de consumo —sobre todo, automóviles— se desaceleraron sustancialmente, en línea con el menor vigor del consumo privado y de la inversión empresarial.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios se desaceleraron durante el cuarto trimestre de 2007, hasta situar su tasa de avance interanual en el 8,2%,

desde el 12,3% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia de la ralentización sufrida por las importaciones reales de servicios no turísticos (de más de 6 pp, hasta situar su tasa interanual en el 8,5%). No obstante, sus principales rúbricas —servicios de transporte y servicios prestados a las empresas— ganaron dinamismo, al tiempo que repuntaron otras partidas menores, como las comunicaciones y los servicios informáticos. También los pagos por *royalties* mostraron un notable incremento por segundo trimestre consecutivo. Por el contrario, descendieron los pagos por servicios financieros y se ralentizaron los correspondientes a construcción y seguros. Las importaciones reales de servicios turísticos se aceleraron en el último trimestre de 2007, con una tasa de crecimiento interanual del 6,5%, frente al 5,5% del tercero.

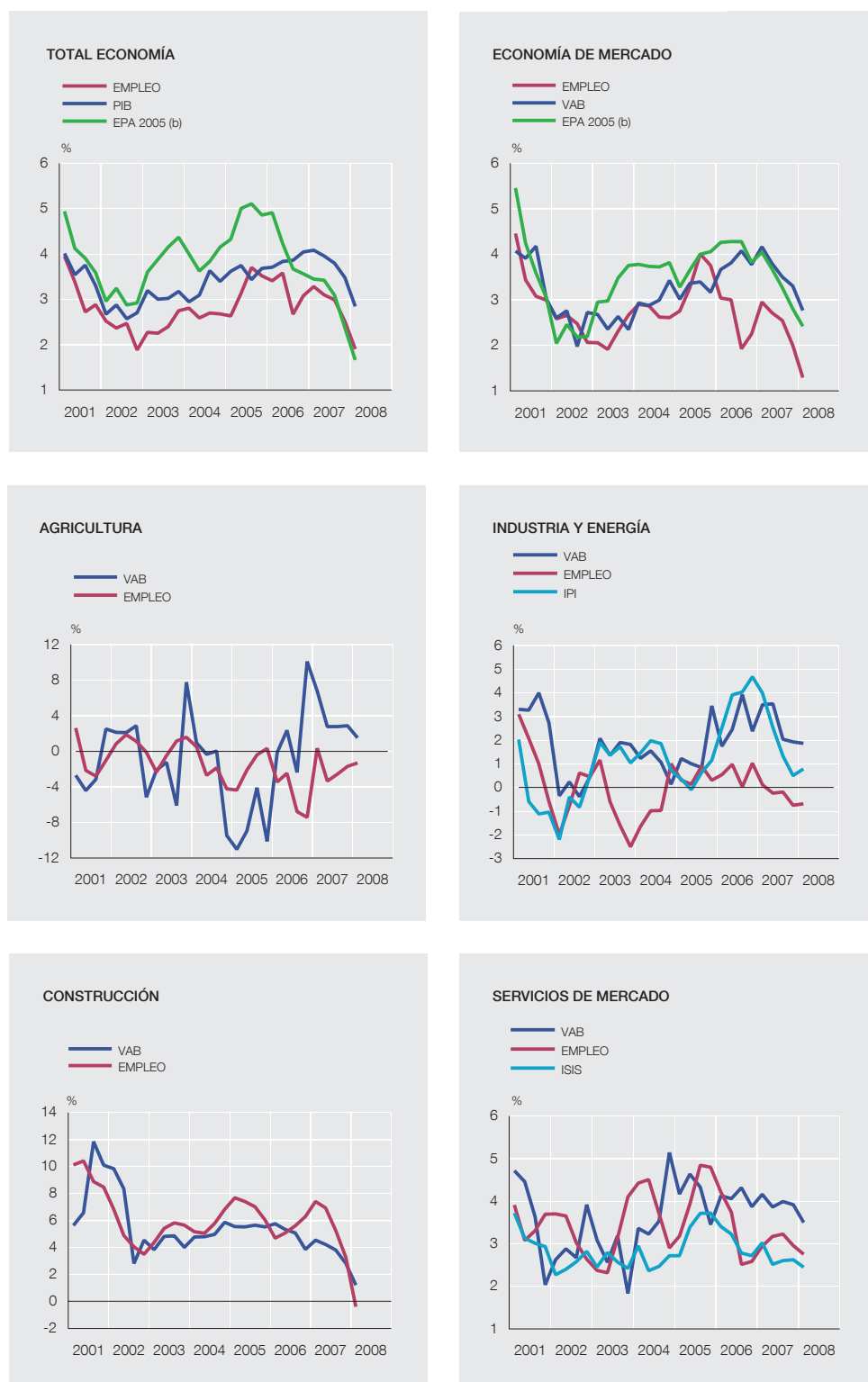
## 4.2 Producción y empleo

En el último trimestre de 2007 se prolongó el perfil de desaceleración que había venido mostrando la economía de mercado a lo largo del año, de modo que el valor añadido bruto (VAB) se expandió a un ritmo del 3,3%, dos décimas menos que en el trimestre previo (véase gráfico 19). El menor dinamismo se extendió a las distintas ramas productivas, con la excepción de la agricultura y la energía. Se estima que en el primer trimestre de 2008 se mantendrá esa pauta de menor fortaleza de la economía de mercado, con una disminución en su ritmo de aumento, que podría estar en torno a medio punto porcentual.

La actividad de las ramas agraria y pesquera registró un ligero repunte en el cuarto trimestre de 2007, para situar su ritmo de avance en el 2,9%. Sin embargo, las perspectivas para el año 2008 apuntan hacia un menor vigor de estas ramas. En efecto, a pesar de que las primeras informaciones disponibles indican que se ha producido una extensión de la superficie destinada a cultivo en sectores como el del cereal (en torno al 5%) —probablemente, animada por el fuerte incremento de precios que han sufrido estos productos—, las condiciones meteorológicas no están siendo favorables, debido al escaso régimen de precipitaciones registrado desde el inicio del año hidrológico.

El VAB de la rama industrial y energética volvió a perder tono en el cuarto trimestre de 2007, aunque de forma mucho más moderada que en los tres meses anteriores. Según la CNTR, la desaceleración fue de tan solo una décima, de forma que su tasa de incremento se situó en el 1,9%. La contención en el crecimiento de esta rama se produjo a pesar del apreciable impulso que recibió su componente energético, que pasó de un aumento nulo en el tercer trimestre a una tasa del 4,5% en el cuarto. La rama industrial, en cambio, se desaceleró, hasta mostrar una tasa de crecimiento del 1,4% en el trimestre final del año. La evolución de la actividad industrial en los primeros meses de 2008 se ha caracterizado por el mantenimiento de la situación de escaso dinamismo que ya se observó entre los meses de octubre y diciembre pasados. Así, la tasa interanual de crecimiento del componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se habría estancado en el conjunto de enero y febrero, mientras que las ventas de las grandes empresas habrían retrocedido en ese mismo período, aunque algo menos de lo que lo hicieron en el cuarto trimestre de 2007. Otros indicadores, como los afiliados de la industria o diversas encuestas de opinión del sector, como el indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice PMI de manufacturas, apuntarían a una evolución incluso más desfavorable en el primer trimestre de 2008. Considerando el destino económico de los bienes producidos, resulta destacable la resistencia que están mostrando los bienes de equipo a la desaceleración de su producción y a la recuperación de la producción de bienes alimenticios en los últimos meses.

En el cuarto trimestre de 2007 el VAB de la construcción se desaceleró un punto porcentual, hasta el 2,8%, por debajo del crecimiento del conjunto de la economía por primera vez en los últimos años. Como ya se comentó en la sección anterior, se estima que esta pérdida de di-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del periodo disponible dentro del trimestre.
- b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.



namismo ha continuado en el primer trimestre de 2008, posiblemente con una intensidad algo más pronunciada.

El conjunto de la rama de servicios finalizó el año 2007 con una tasa de crecimiento del VAB del 4,1%, lo que supuso una pérdida de dinamismo de 0,2 pp con respecto al tercer trimestre. En el caso de los servicios no de mercado, la desaceleración fue más acusada (de 0,3 pp), con lo que su tasa de incremento se situó en el 5%, quebrando el perfil ascendente que se había observado hasta el tercer trimestre. El VAB de los servicios de mercado, por su parte, disminuyó 0,1 pp, hasta el 3,9%. En el primer trimestre de 2008, sin embargo, la pérdida de tono habría sido algo más acusada, según se desprende de la información coyuntural disponible. Así, los afiliados a la Seguridad Social del sector ralentizaron su ritmo de avance frente al cuarto trimestre de 2007 en torno a cuarto décimas, mientras que las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, mostraron tasas de variación negativas en el conjunto de los meses de enero y febrero. Las distintas encuestas de opinión también presentaron una evolución negativa en la parte transcurrida de 2008. De hecho, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) se encuentran en su mínimo histórico —aunque ambas estadísticas presentan datos solo desde 1996 y 1999, respectivamente—, mientras que el relativo al comercio al por menor se encuentra en su valor mínimo desde noviembre de 1993.

Según la información de la CNTR, en el último trimestre de 2007 se acentuó la senda de ralentización que venía registrando el empleo en el total de la economía en los últimos trimestres. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del empleo se situó en el 2,5%, medio punto porcentual menos que en el trimestre anterior. El empleo en la economía de mercado también se desaceleró medio punto, hasta un crecimiento del 2% en tasa interanual. En ambos casos, la moderación experimentada por el ritmo de creación de empleo excedió a la pérdida de dinamismo del valor añadido, por lo que la productividad aparente del trabajo experimentó sendos repuntes en el cuarto trimestre, hasta el 0,9% y el 1,3% en el conjunto de la economía y en las ramas de mercado, respectivamente.

A tenor de los indicadores disponibles hasta marzo, la ralentización en la creación de empleo se ha prolongado, incluso con mayor intensidad, durante el primer trimestre de 2008. Así, el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social, calculado con datos medios, descendió hasta el 1,7% en el primer trimestre de 2008, ocho décimas por debajo del avance registrado en el cuarto trimestre de 2007. Por otra parte, la contratación registrada en el INEM intensificó su ritmo de caída interanual en el conjunto de los tres primeros meses de 2008, hasta un -7,2% en promedio, frente al -2,1 del cuarto trimestre de 2007. Asimismo, la información de la EPA correspondiente al primer trimestre del año refleja una moderación del dinamismo del empleo, desde el 2,4% del cuarto trimestre de 2007 hasta el 1,7% del primer trimestre del año en curso.

Por ramas productivas, en el cuarto trimestre destacó la sustancial desaceleración del empleo en la construcción, que recortó su tasa interanual de crecimiento hasta el 3,3%, dos puntos porcentuales menos que en el trimestre anterior. En los servicios, el avance interanual del empleo se mantuvo relativamente estabilizado (en torno al 3,5%), gracias al dinamismo observado tanto en los servicios no de mercado, donde el empleo aumentó a una tasa del 4,7%, como en los de mercado, con un incremento del 3% en tasa interanual. Por lo que respecta a la industria, el empleo se contrajo, por tercer trimestre consecutivo, a un ritmo del -0,7%, superior al del tercer trimestre. Por el contrario, en la agricultura se moderó la destrucción de empleo, recortándose en casi un punto porcentual su ritmo de caída, hasta situarse en el -1,7%. Los indicadores disponibles para el primer trimestre muestran una pérdida de dinamis-

mo de la creación de empleo en la construcción y en las ramas agrícolas, una estabilización en los servicios de mercado y una notable recuperación en las ramas industriales. Así, la información de la EPA referida al primer trimestre muestra que el empleo en la construcción disminuyó un 1,7%, tras el aumento del 2,7% en el cuarto trimestre, mientras que en la agricultura la caída del empleo se situó en el 6,8% (-1,7% en los últimos tres meses de 2007). En los servicios de mercado el empleo mantuvo el dinamismo registrado a finales de 2007 (5%) y, finalmente, el empleo en la industria se recuperó con vigor, creciendo un 2,2% tras los incrementos negativos observados a lo largo de 2007.

Según la CNTR, el dinamismo del empleo asalariado en el cuarto trimestre de 2007, con un aumento del 2,8%, fue superior al del empleo por cuenta propia, que creció un 0,6%. Con todo, el ritmo de avance del empleo asalariado disminuyó medio punto, algo más que en el caso de los no asalariados. Esta evolución concuerda con la procedente de las estadísticas de afiliaciones, aunque contrasta con la reflejada en la EPA, en la que la ralentización del avance del empleo no asalariado fue más acusada.

De los datos de la EPA del primer trimestre se desprende que la desaceleración del empleo afectó, sobre todo, a los trabajadores de nacionalidad española, mientras que los extranjeros mantuvieron ritmos de crecimiento muy superiores (10,9%) y similares a los registrados a finales de 2007. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo un mayor impulso durante el primer trimestre de 2008, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5%, que, no obstante, fue 2,5 pp inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales redujeron su ritmo de caída interanual hasta el 3,9%, tras el -6,3% registrado en los últimos meses de 2007. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 30,1%, 0,9 pp inferior a la observada un año antes. Por último, por lo que se refiere a la duración de la jornada laboral, la contratación a tiempo parcial se ralentizó en mayor medida que la correspondiente a tiempo completo, dando lugar a una disminución interanual de cuatro décimas en la ratio de parcialidad, hasta el 12%.

La población activa creció en el primer trimestre de 2008 a una tasa interanual del 3%, tres décimas más que en el trimestre anterior, quebrando así la tendencia a la desaceleración observada a lo largo del año anterior. Este repunte se produjo a pesar de la menor expansión de la población mayor de 16 años, que creció un 1,6%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. La tasa de actividad repuntó hasta el 59,3%, lo que supone un incremento interanual de ocho décimas, tras los incrementos más reducidos observados en 2007. Atendiendo a la desagregación por sexos, el repunte de la población activa fue más intenso entre el colectivo femenino, que, además, mantuvo un crecimiento (3,9%) superior al de los activos masculinos (2,3%). Las tasas de participación se situaron en el 49,7%, 1,1 puntos porcentuales más que hace un año, entre las mujeres, y en el 69,3% entre los hombres, cuatro décimas más que hace un año. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera fueron los responsables del mayor crecimiento de la población activa en este primer trimestre, pues aumentaron un 13,5%, más de dos puntos por encima del crecimiento observado a finales de 2007, mientras que los activos de nacionalidad española mantuvieron su crecimiento interanual en el 1,3%. Detrás del repunte observado por los activos de nacionalidad extranjera se encuentra el aumento registrado por su tasa de actividad (hasta el 76,6%), después de los descensos observados en 2007, puesto que el incremento de población extranjera se moderó hasta el 13%, 2,5 puntos inferior al registrado el año pasado.

Finalmente, la desaceleración en el ritmo de creación de empleo, unida al mayor dinamismo de la población activa, tuvo como resultado un acusado crecimiento del desempleo en el

primer trimestre de 2008, que se cifra en unas 318.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 17,1%, con lo que la tasa de paro se situó en el 9,6%, un punto superior a la del trimestre anterior. Los datos referidos al mes de marzo muestran, asimismo, un acusado repunte del número de parados registrados, con un aumento medio del 10,6%, frente al 3,9% de crecimiento en el último trimestre de 2007.

#### 4.3 Costes y precios

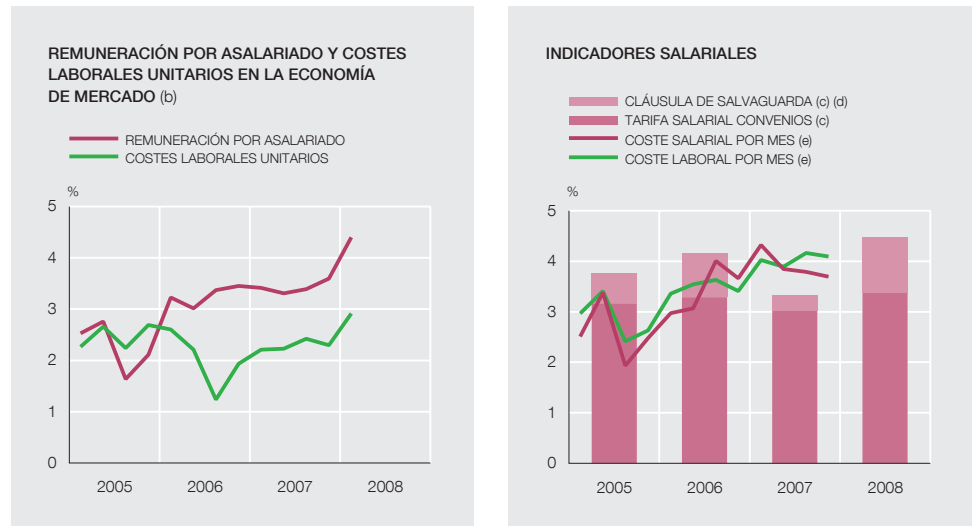
Según las estimaciones de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía aumentó en tres décimas en el último trimestre de 2007, hasta situarse en el 3,8% (véase gráfico 20). Esta aceleración fue común a todas las ramas de actividad (con la excepción de la agricultura), aunque destaca por su intensidad el repunte observado en las ramas industriales. A tenor de la información disponible, el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado habría mantenido esta tónica creciente en el primer trimestre del año. En particular, los convenios colectivos registrados en el primer trimestre de 2008, que afectan a un total de 5,6 millones de trabajadores, recogen un incremento medio de las tarifas salariales pactadas del 3,4% para este año. Esta cifra, que es superior en cuatro décimas a la correspondiente a 2007 (excluido el efecto de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación), parece situarse algo por encima de las directrices salariales acordadas en la renovación del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008<sup>1</sup>. Como es habitual a principios de año, casi todos los acuerdos registrados son el resultado de la revisión de convenios plurianuales firmados en ejercicios pasados. En ellos, el aumento pactado ha sido del 3,4%, mientras que en los escasos acuerdos de nueva firma la subida fue del 4,2%. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 (que afectan al 74% de los trabajadores con convenio registrado en ese año) sobre los incrementos salariales de este año es de 1,1 pp, superando en ocho décimas a la del ejercicio precedente, como consecuencia de la mayor desviación de la inflación observada a fin de año con respecto a la adoptada como referencia.

El mayor dinamismo de la remuneración por asalariado en el último trimestre de 2007 no fue compensado por el ligero repunte de la productividad aparente del trabajo. Ello condujo a una nueva aceleración de dos décimas de los costes laborales unitarios (CLU), alcanzando un ritmo de crecimiento del 2,9% en tasa interanual. La economía de mercado mostró, sin embargo, un panorama algo diferente, con una leve ralentización de los CLU que se debió a los aumentos de productividad en los servicios de mercado y en la industria (véase gráfico 21). Se espera que también tenga lugar un pequeño repunte de la productividad en el primer trimestre de 2008 en la economía de mercado, si bien será insuficiente para compensar la aceleración estimada en los costes laborales, con lo que los CLU se acelerarán probablemente en ese período.

En el cuarto trimestre del año se detuvo o revirtió la trayectoria de moderación que habían mostrado los deflatores de la demanda final y del PIB en los anteriores trimestres. Así, el deflactor de la demanda final se aceleró en ocho décimas, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 3,3%, como consecuencia, entre otros factores, del acusado repunte del deflactor de las importaciones, que se situó en el 4,5%, más de 3 pp por encima del registro del tercer trimestre, debido al aumento de los precios del crudo y de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales. Por su parte, el deflactor del PIB mantuvo estable su

---

1. La prórroga para 2008 del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva de 2007, suscrita el 18.12.2007 por los principales agentes sociales, viene a dar continuidad a los distintos acuerdos firmados desde el año 2002, que incluyen, entre otras, las siguientes recomendaciones salariales: referencia a la inflación prevista (2%) en la negociación salarial, activación de cláusula de salvaguarda si el IPC en diciembre supera dicha previsión y vinculación de los incrementos salariales superiores a esta referencia a aumentos de la productividad para favorecer la creación de empleo.



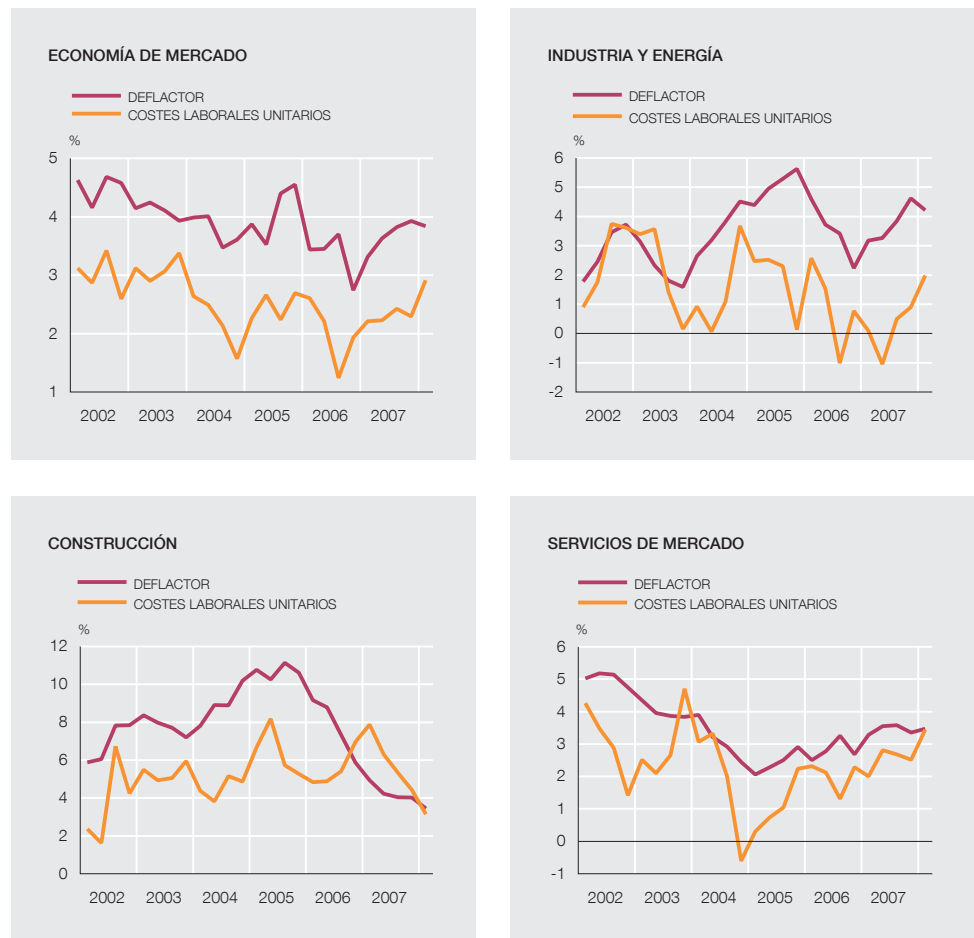
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta marzo de 2008.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

ritmo de crecimiento interanual en el 2,9%. Desde el punto de vista del gasto, el deflactor del consumo privado se aceleró 1,8 pp, hasta el 3,9%, en línea con ese encarecimiento de las importaciones, mientras que el deflactor de las exportaciones de bienes se apuntó un ligero recorte, hasta el 1,7%.

La tasa interanual del IPC continuó aumentando durante el primer trimestre del año, hasta el 4,4% en media de dicho período, cuatro décimas más que en el cuarto trimestre de 2007. Esta aceleración se explica, casi en su totalidad, por la evolución alcista de los precios de la energía y de los alimentos elaborados. Los precios de los bienes industriales no energéticos fueron los únicos cuya tasa de crecimiento, siguiendo el comportamiento de los últimos trimestres, se moderó. Por el contrario, tanto los precios de los alimentos elaborados como los de los no elaborados volvieron a repuntar, aunque con menor intensidad que en el trimestre previo. Por su parte, los precios de los servicios mantuvieron su ritmo de avance, aunque en tasas muy elevadas, cercanas al 4%. En consecuencia, tanto el índice general sin energía como el IPSEBENE se mantuvieron prácticamente estables en la media del primer trimestre, con tasas del 3,4% y 3,2%, respectivamente (véase gráfico 22).

Por segundo trimestre consecutivo, los precios de los productos energéticos volvieron a registrar los mayores incrementos. La considerable apreciación del euro frente al dólar —del 14,4% en el promedio del trimestre, hasta finalizar en el entorno de los 1,55 dólares por euro en marzo— no fue suficiente para compensar el sustancial encarecimiento del petróleo y de otros productos energéticos. Los bienes industriales no energéticos fueron los únicos que registraron una ligera moderación en sus precios. El crecimiento interanual en el primer trimestre del año se cifró en el 0,2%, una décima menos que en el trimestre previo, gracias a que la desaceleración en los precios de los automóviles, así como en los de los equipos de electrónica e informática, se hizo más intensa desde principios de año. En cuanto a los servicios, los ligados al turismo y a la hostelería se encarecieron ligeramente, debido al aumento de precios en los viajes organizados, tras los descensos estacionales del trimestre anterior, mientras que los precios de los restaurantes, bares y cafeterías mantuvieron un ritmo de crecimiento eleva-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

do. Los alimentos no elaborados siguieron encareciéndose en los primeros meses del año, hasta el 5,1% de media en el primer trimestre, tres décimas por encima del trimestre previo, debido a los mayores precios del pescado, la fruta y los huevos. Por último, el componente de alimentos elaborados registró un repunte de cinco décimas en su tasa interanual con respecto al trimestre previo, hasta el 7,3%, principalmente debido al comportamiento del queso y de algunos productos derivados de los cereales, como la pasta alimenticia o la harina. En el recuadro 4 se analizan con más detalle la evolución reciente de los precios de este componente y su impacto en el índice general.

De manera análoga al caso del IPC, la inflación medida por el IAPC aumentó en el primer trimestre del año hasta el 4,5% interanual en promedio (un 4,6% en el mes de marzo). En la misma línea, en el conjunto de la UEM la inflación se elevó hasta el 3,4% en promedio (situándose en el 3,6% en el mes de marzo). Por consiguiente, en el promedio del trimestre el diferencial continuó estable en 1,1 pp, cifra que coincide con el diferencial medio registrado desde el origen de la UEM (véase gráfico 23). Por componentes, el diferencial de inflación se mantuvo estable en los servicios, mientras que en el caso de los bienes industriales no energéticos —único componente para el que los incrementos de precios en España son inferiores a los de la UEM— el diferencial se hizo menos pronunciado. El diferencial positivo se redujo en el componente de alimentos no elaborados y, sobre todo, en el de los elaborados, para el que disminuyó 1,3 pp. En cuanto a los productos energéticos, el diferencial positivo

Durante buena parte de 2007, la inflación española —medida por el ritmo de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— se mantuvo en tasas moderadas, algo por debajo del 2,5% en términos interanuales. No obstante, a partir del otoño inició una trayectoria alcista, que se ha prolongado en los meses iniciales de 2008. Frente a una tasa del 2,2% en agosto de 2007, la inflación se situó en el 4,5% en marzo de este año, cifra no alcanzada desde julio de 1995. Como se observa en el gráfico 1, el acusado incremento del IPC en los últimos meses refleja, fundamentalmente, el encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos elaborados. En concreto, del aumento de 2,3 pp en la tasa de avance del IPC entre agosto de 2007 y marzo de 2008, 1,5 pp vendrían explicados por el componente energético y, 0,7 pp, por los alimentos elaborados. El pronunciado crecimiento de los precios de los productos energéticos en los últimos meses refleja, en gran medida, el impacto del incremento de las cotizaciones del crudo en los mercados internacionales, que solo ha sido parcialmente contrarrestado por la apreciación del euro. El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española ha sido objeto de un artículo re-

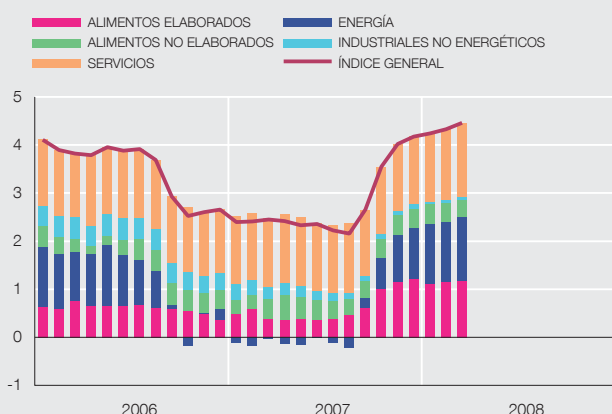
ciente de este Boletín<sup>1</sup>, por lo que en este recuadro el análisis se centra en el efecto de la evolución de los precios de los alimentos elaborados sobre la inflación.

El encarecimiento de los precios de consumo de determinados productos alimenticios responde, en buena medida, a los desarrollos de los precios en los mercados mundiales de materias primas agrícolas. En el gráfico 2, que presenta un índice de precios alimenticios que elabora la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO) en función de los precios de 55 productos ponderados por su volumen en las exportaciones mundiales, así como los subíndices de productos lácteos y derivados, se observa el intenso encarecimiento tanto del índice general (57% en marzo de 2008, en tasa interanual) como de los cereales y de los productos lácteos (88% y 48%, respectivamente). Otros productos también mostraron aumentos considerables de precios. El encarecimiento mundial de la

1. L. J. Álvarez e I. Sánchez (2007), «El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, diciembre, pp. 77-87.

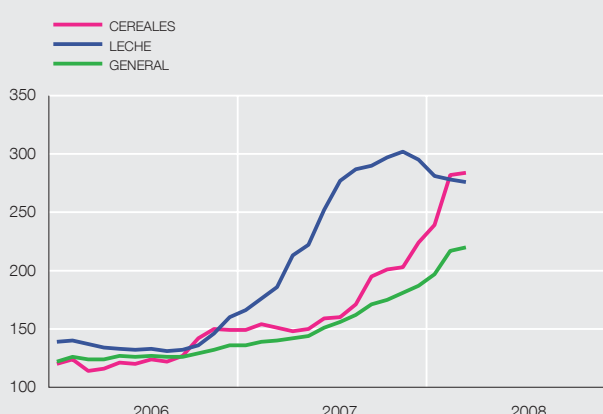
### 1 ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Tasa interanual y contribuciones



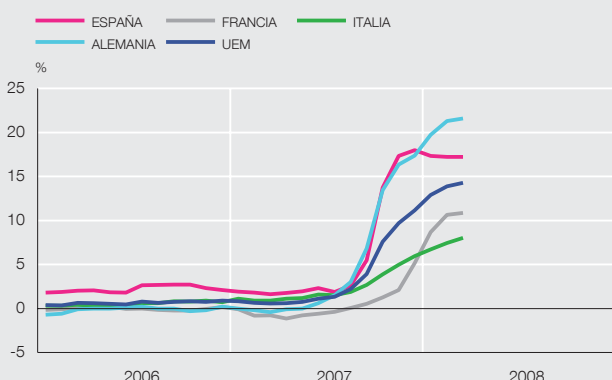
### 2 ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (a)

1998-2000 = 100



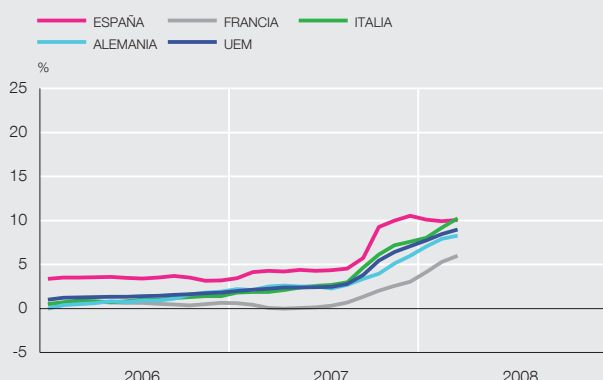
### 3 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO

Leche, queso y huevos



### 4 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO

Pan y cereales



FUENTES: Organización de Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), Eurostat y Banco de España.

a. Índices de precios elaborados por la FAO. El índice general se compone de 55 productos, pertenecientes a distintas categorías, ponderados por las cuotas de exportación mundiales durante el período 1998-2000.

leche y sus derivados refleja factores tanto de oferta como de demanda. Por un lado, ha tenido lugar una contracción importante de su producción en los principales países exportadores, en un contexto de niveles de existencias reducidos. Por otro lado, se ha producido un aumento notable de la demanda de estos productos, particularmente por parte de numerosos países emergentes, que están registrando incrementos elevados de su renta per cápita. En el caso de los cereales, a los recortes de la producción en algunos países exportadores y los niveles reducidos de existencias se suma también la robustez de la demanda, tanto la realizada por las familias para su consumo como la destinada a la fabricación de piensos animales y a otros usos industriales.

Junto con el fuerte incremento de precios en las materias primas agrícolas, las elevaciones en los costes del transporte y de los fertilizantes han repercutido en un mayor encarecimiento de los alimentos para el consumidor final. Así, los precios percibidos por los agricultores aumentaron en España casi un 18% en términos interanuales en diciembre de 2007 (un 24%, excluyendo los productos ganaderos), y los precios industriales de bienes de consumo alimenticio, bebidas y tabaco se incrementaron prácticamente un 11% en nuestro país hasta febrero de 2008, un fenómeno que ha incidido igualmente sobre los precios de consumo de estos bienes. También se están produciendo efectos indirectos, en la medida en que, al aumentar el precio de los cereales para la alimentación animal, se elevan los costes de producción de los ganaderos. Estos incrementos podrían, por tanto, trasladarse a los precios de la carne y de otros productos, como los servicios de restauración.

Este fenómeno global de encarecimiento de los productos alimenticios afecta igualmente a otros países europeos, aunque con magnitudes desiguales por países y productos. Las diferencias en las estructuras de mercado, el grado efectivo de competencia en la distribución minorista y mayorista o la posición cíclica de las economías son factores que inciden sobre la traslación final de los costes de las materias primas a precios de consumo. En España, la Comisión Nacional de la Competencia ha iniciado expedientes con el objeto de determinar si las comunicaciones realizadas por algunas asociacio-

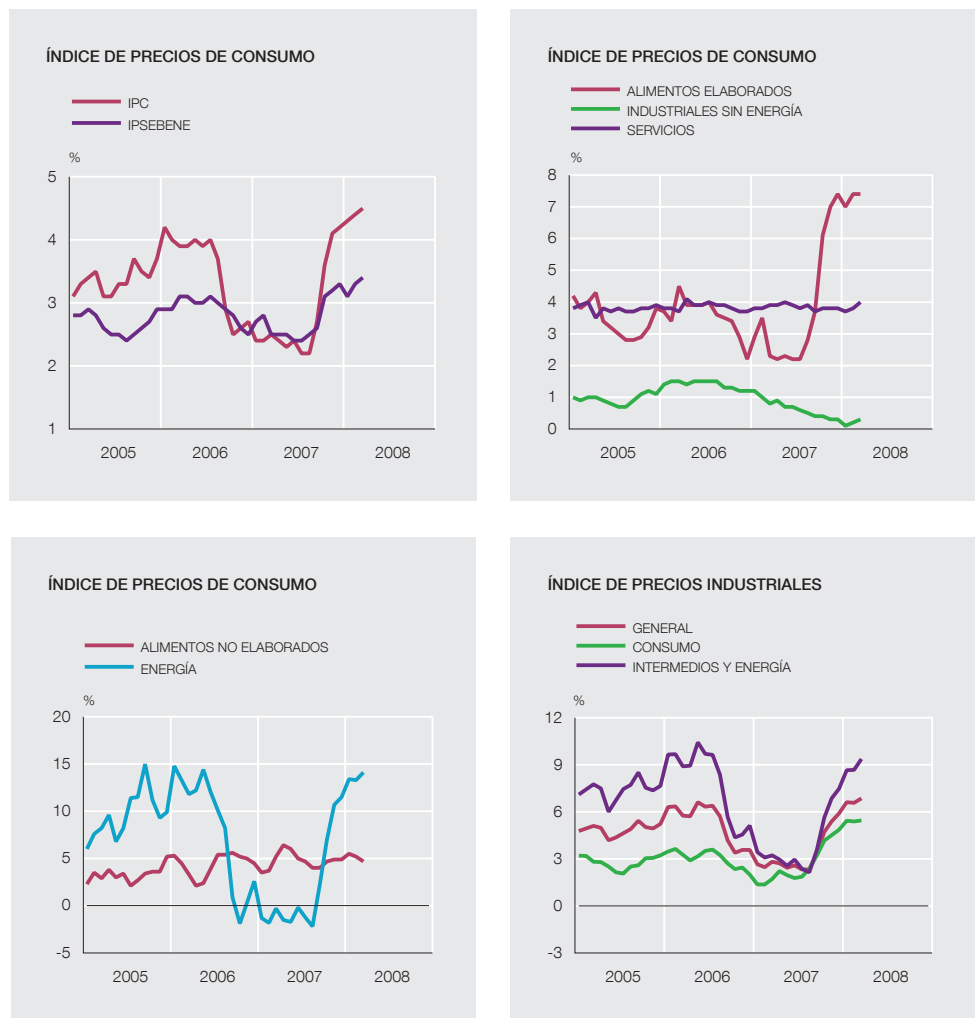
nes de empresarios del sector de la industria alimentaria a sus miembros han podido restringir la competencia. De acuerdo con el componente de alimentos elaborados del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), el ritmo de encarecimiento de estos productos en España superó con creces al del conjunto de países de la UEM. En concreto, en marzo de 2008 estos bienes se encarecieron un 8,8% en términos interanuales en España, 2 pp por encima del conjunto de la Unión Monetaria. En el caso concreto de la leche y de productos lácteos, los precios aumentaron un 17,2% interanual en España en marzo de 2008, casi 3 pp más que en la Unión Monetaria (gráfico 3). Por otro lado, los precios del pan y de los cereales aumentaron un 10% en España, 1 pp por encima del conjunto de la UEM (gráfico 4).

Aunque la realización de predicciones sobre la evolución futura en estos mercados conlleva una incertidumbre notable, las previsiones actuales de la FAO para 2008 son de un aumento importante de la producción mundial de cereales, especialmente trigo, cuya superficie sembrada ha aumentado de forma considerable, aunque, lógicamente, la producción final dependerá de las condiciones meteorológicas hasta la recogida de las cosechas. Asimismo, en la UE se han autorizado medidas encaminadas a expandir la oferta de cereales, que se harán efectivas para la siembra 2007-2008. Entre ellas destaca la eliminación de la retirada obligatoria de las tierras de cultivo, por la que los agricultores debían abstenerse de destinar un 10% de su área de cultivo a la obtención de productos para la alimentación humana. Por otro lado, se espera que el consumo per cápita de cereales en los países en desarrollo se reduzca ligeramente, al desplazarse la demanda hacia alimentos con mayor capacidad nutritiva en aquellos países con incrementos más elevados de su renta per cápita. Adicionalmente, se han aumentado las cuotas lácteas un 2% en todos los países de la Unión Europea. De forma coherente con este conjunto de factores, los mercados de futuros de las principales materias primas agrícolas apuntan a una moderación de los ritmos de crecimiento a lo largo de 2008. Con todo ello, los precios de los alimentos deberían volver a mostrar unas tasas interanuales más reducidas a finales del presente ejercicio, cuando se absorba el efecto de base provocado por los precios más altos que comenzaron a fijarse en la segunda mitad de 2007.

se amplió respecto del trimestre precedente, lo que resultaba previsible, dada la mayor variabilidad observada en los precios de la energía en España ante cambios en los precios del petróleo.

Finalmente, el índice de precios industriales (IPRI) repuntó en el primer trimestre del año hasta una tasa interanual del 6,7%, 1,4 pp más que en el cuarto trimestre de 2007, como consecuencia, sobre todo, del encarecimiento de la energía (hasta el 13,8%), aunque también aumentaron los ritmos de crecimiento de los precios de los otros bienes intermedios (6%) y de los bienes de consumo no duradero (5,8%). Por el contrario, los precios de los bienes de equipo se moderaron hasta una tasa del 2,5% en la media del primer trimestre, mientras que los de los bienes de consumo duradero permanecieron prácticamente estables algo por encima del





FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

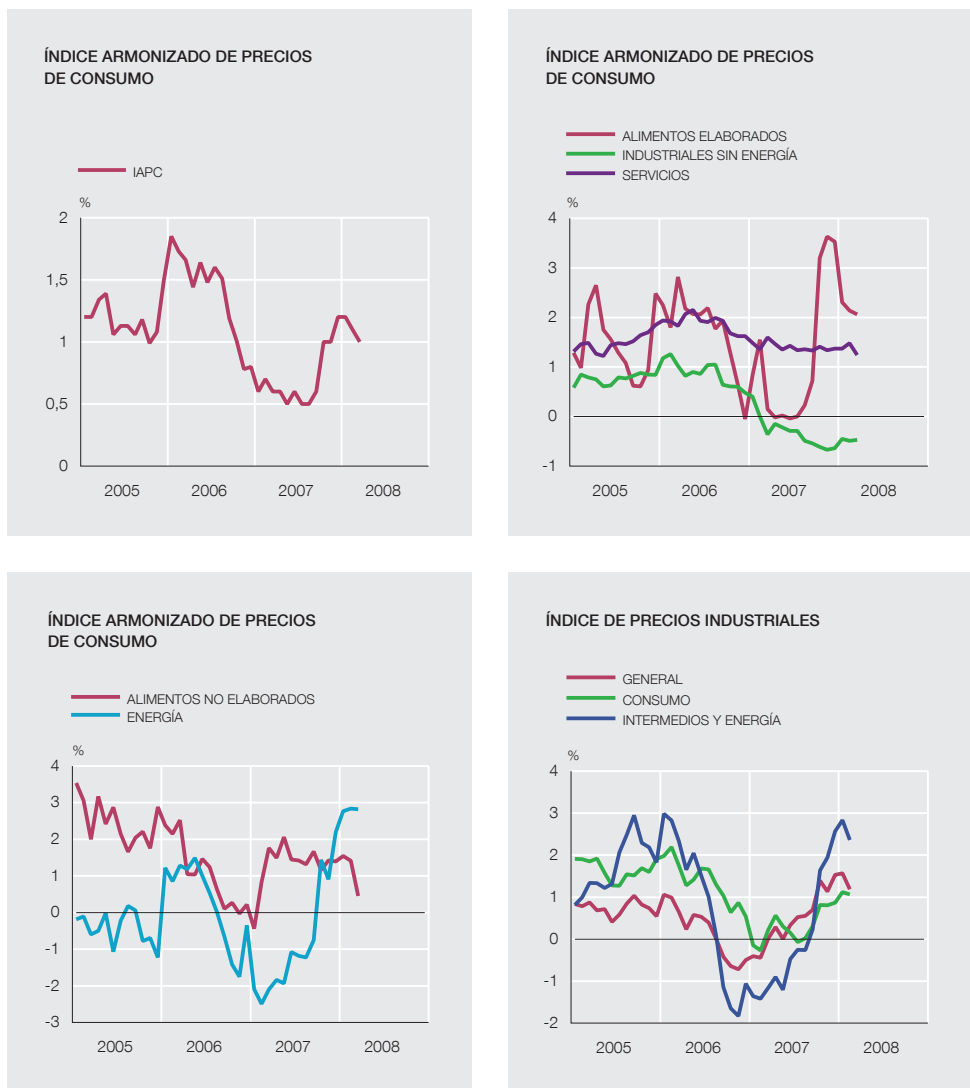
3%. En el conjunto de la UEM, los precios industriales presentaron un ritmo de avance interanual del 5,3% en febrero, 1,3 pp por debajo de la tasa registrada en España en ese mes.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una notable reducción del superávit, que pasó de los 6.747 millones de euros (0,6% del PIB) en los tres primeros meses de 2007 a 3.276 millones de euros (0,3% del PIB) hasta marzo de este año. Este resultado se debió, fundamentalmente, a un aumento de los recursos de solo un 1,3%, frente al incremento del 12,8% en los empleos.

En la misma línea, los resultados de caja mostraron una reducción del superávit del Estado, hasta 1.272 millones de euros en el primer trimestre de 2008, frente al superávit de 2.316 millones de euros registrado en el mismo período del año 2007 (véase cuadro 3). En estos primeros meses, los ingresos aumentaron un 1,1%, frente al aumento del 4,1% en los pagos del Estado. Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, al distinto criterio de contabilización de los intereses. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución del saldo en





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

próximos meses. A pesar de ello, los datos parecen apuntar hacia una disminución del saldo presupuestario en relación con el año precedente, a lo que contribuirá, además, la deducción extraordinaria implantada en el IRPF de hasta un máximo de 400 euros por contribuyente.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos aumentaron en el primer trimestre un 3,4% en comparación con el mismo período del año anterior, por la fortaleza de la recaudación directa. Estos impuestos estuvieron sostenidos por los ingresos por retenciones del trabajo, y por las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión (que aumentaron el 34,1%). En los próximos meses, sin embargo, es de esperar que la deducción en el IRPF mencionada y el impacto de la segunda fase de la reducción en el impuesto sobre sociedades (bajada del tipo general del 32,5% al 30,0%) provoquen una desaceleración de estos ingresos. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -5,7% con respecto al primer trimes-

m€ y %

	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Presupuesto inicial 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
					2007 ENE-MAR	2008 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	159.840	12,7	158.757	-0,7	37.782	38.181	1,1
Impuestos directos	96.980	19,5	90.753	-6,4	15.980	17.516	9,6
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	43.260	-11,0	13.896	15.112	8,7
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	44.420	-0,9	1.258	1.511	20,1
<i>Otros (a)</i>	3.531	42,8	3.073	-13,0	826	893	8,1
Impuestos indirectos	48.445	0,2	53.363	10,2	18.725	17.371	-7,2
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	38.205	13,2	15.393	13.926	-9,5
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.661	1,7	2.559	2.623	2,5
<i>Otros (b)</i>	3.224	7,2	3.497	8,5	773	822	6,3
Otros ingresos	14.415	16,4	14.641	1,6	3.077	3.294	7,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	139.704	7,2	152.331	9,0	35.467	36.909	4,1
Personal	23.678	6,6	25.378	7,2	5.223	5.363	2,7
Compras	4.454	17,2	3.563	-20,0	967	955	-1,2
Intereses	14.539	-6,9	16.631	14,4	5.701	6.532	14,6
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.372	7,3	18.981	19.549	3,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	3.100	...	...	...	...
Inversiones reales	10.106	11,8	10.588	4,8	2.579	2.580	0,0
Transferencias de capital	9.248	23,5	9.699	4,9	2.016	1.930	-4,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	20.135	...	6.426	...	2.316	1.272	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL							
Recursos no financieros	165.171	12,2	157.166	-4,8	37.807	38.298	1,3
Empleos no financieros	151.877	6,2	153.920	1,3	31.060	35.022	12,8
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN							
	13.294	...	3.246	...	6.747	3.276	...
En porcentajes del PIB	1,3		0,3		0,6	0,3	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye los impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

tre del año anterior. En este caso, la evolución está afectada por el cambio en el tratamiento de los grupos de empresas, que les permite compensar saldos a ingresar y a devolver de las distintas empresas del grupo (lo que equivale, de hecho, a un adelanto en la realización de las devoluciones solicitadas), por lo que las cifras no son homogéneas con las del año anterior. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una cierta contención, por la debilidad del impuesto sobre hidrocarburos. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del Estado (que se recoge en el cuadro 3), registraron un crecimiento relativamente elevado por la participación en beneficios del Banco de España y por las transferencias corrientes recibidas de Comunidades Autónomas, que compensaron las caídas en los fondos recibidos de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, registraron un aumento del 4,1%, por debajo de la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9% en el conjunto del año. Con las excepciones de los gastos de compras y de intereses, los demás capítulos experimentaron tasas de avance por debajo de las previstas en el Presupuesto. Cabe destacar, en especial, la contención en los pagos de personal y transferencias corrientes (en su mayor parte, dirigidas

Millones de euros		ENERO	
		2007	2008
INGRESOS	Cuenta corriente	25.436	29.330
	<i>Mercancías</i>	14.205	15.431
	<i>Servicios</i>	6.434	7.355
	— Turismo	2.673	2.759
	— Otros servicios	3.761	4.596
	<i>Rentas</i>	3.808	4.949
	<i>Transferencias corrientes</i>	988	1.595
	Cuenta de capital	1.444	1.372
	Cuentas corriente + capital	26.880	30.702
PAGOS	Cuenta corriente	34.058	41.281
	<i>Mercancías</i>	20.657	23.806
	<i>Servicios</i>	5.483	6.034
	— Turismo	1.114	1.136
	— Otros servicios	4.369	4.899
	<i>Rentas</i>	5.757	8.585
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.160	2.855
	Cuenta de capital	143	138
	Cuentas corriente + capital	34.201	41.419
SALDOS	Cuenta corriente	-8.622	-11.951
	<i>Mercancías</i>	-6.452	-8.375
	<i>Servicios</i>	952	1.321
	— Turismo	1.560	1.623
	— Otros servicios	-608	-302
	<i>Rentas</i>	-1.949	-3.636
	<i>Transferencias corrientes</i>	-1.172	-1.260
	Cuenta de capital	1.301	1.234
	Cuentas corriente + capital	-7.320	-10.717

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

a Otras Administraciones Públicas) en estos meses. No obstante, dadas las cifras presupuestadas, cabría esperar una aceleración de estos gastos en los próximos meses.

#### 4.5 Balanza de Pagos y cuenta de capital

El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 10.717 millones de euros en enero de 2008, un 46,4% superior al del mismo mes del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 38,6% interanual, con lo que se situó en 11.951 millones de euros. Por su parte, el superávit por operaciones de capital disminuyó un 5,2%, hasta 1.234 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente empeoraron en enero, con una significativa ampliación de los déficits de la balanza comercial y de rentas, aunque los servicios fueron la excepción, destacando especialmente la disminución del déficit de los servicios no turísticos.

En el primer mes de 2008 el déficit de la balanza comercial se incrementó en 1.924 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo mes del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 8.375 millones de euros, como consecuencia del sustancial incremento de la factura energética. De hecho, el déficit del comercio no energético disminuyó, con un aumento en enero de las exportaciones nominales de esos bienes superior al de las importaciones. En cuanto a la

balanza de servicios, la ligera mejora de su superávit en enero de 2008 se explica por el incremento en el correspondiente al turismo y por el descenso del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3,2%, por debajo del avance del año anterior en promedio. Esta evolución está en consonancia con el tono de moderado crecimiento mostrado en enero por los indicadores turísticos —como el número de turistas extranjeros o sus pernoctaciones hoteleras—, que, sin embargo, han experimentado avances más significativos en febrero y marzo, tal como se comentó en la sección 4.1. Los pagos turísticos, por su parte, se desaceleraron sensiblemente en enero, aumentando un 2%, en consonancia con el menor dinamismo del consumo privado. En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 22,2% y del 12,1%, respectivamente).

El déficit de la balanza de rentas se amplió notablemente en enero, hasta situarse en 3.636 millones de euros, lo que supone un incremento de 1.687 millones en relación con el nivel observado en el mismo mes del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como, en mayor medida, los pagos mostraron un comportamiento expansivo, con tasas de crecimiento interanual del 30% y del 49%, respectivamente. Esta evolución está relacionada con los aumentos de los tipos de interés en los mercados monetarios y de valores, así como con la creciente posición deudora neta de la economía española. La balanza de transferencias corrientes presentó un déficit de 1.260 millones de euros en enero de 2008, similar al del mismo mes del año anterior. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en enero de 2008 en 1.234 millones de euros, algo inferior al de enero de 2007, debido al descenso de los ingresos percibidos por las AAPP en concepto de los fondos estructurales FEDER, que contrarrestó el aumento de los Fondos de Cohesión y del FEOGA Orientación.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

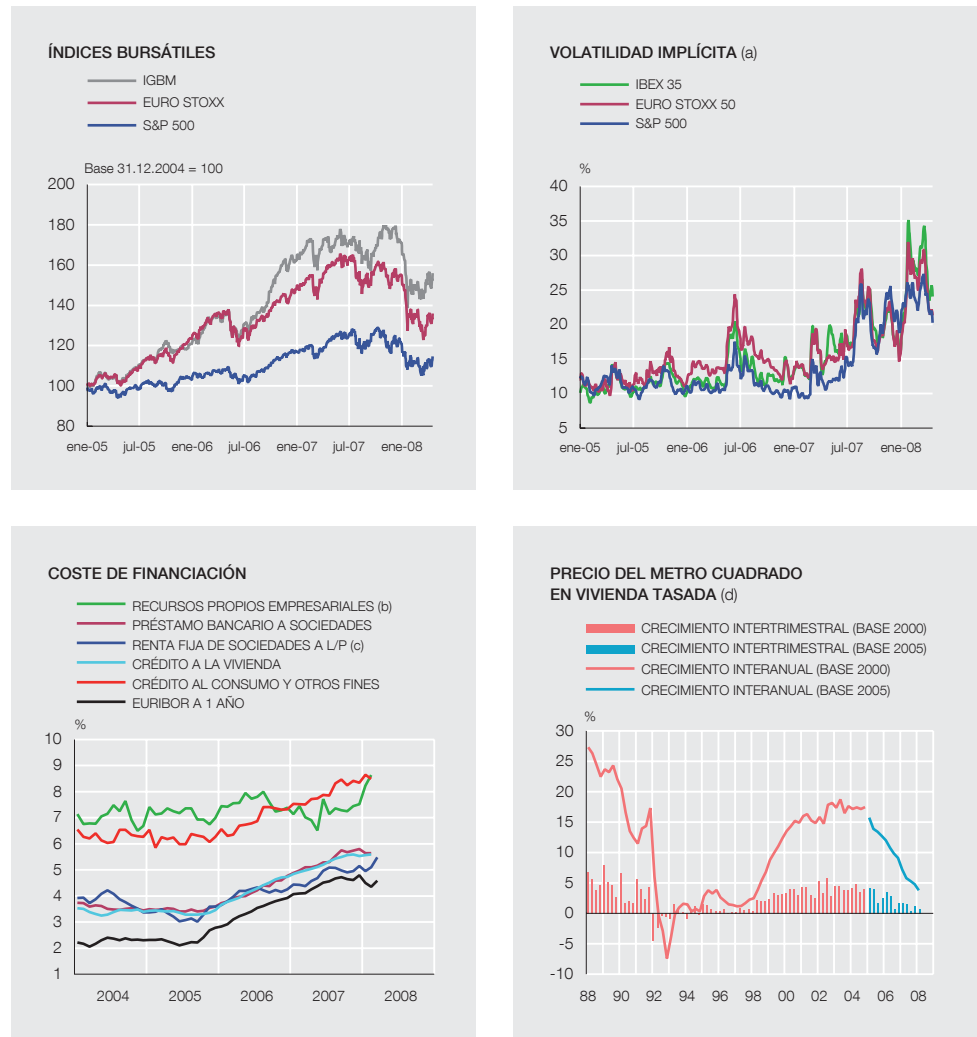
La evolución financiera durante el primer trimestre de 2008 continuó estando condicionada por las turbulencias en los mercados financieros internacionales que se iniciaron en el verano de 2007. Distintos episodios en los que se evidenciaban las dificultades por las que estaban atravesando algunas instituciones financieras exacerbaban los problemas de confianza existentes, lo que se reflejó en un nuevo tensionamiento en los mercados interbancarios, que se vio alimentado igualmente por problemas de liquidez. De este modo, aunque el EURIBOR a un año descendió en los dos primeros meses del año, bajando entre diciembre y febrero del 4,8% al 4,3%, en marzo repuntó hasta situarse en media en el 4,6%, nivel que superaba en casi 90 puntos básicos (pb) a la rentabilidad de las operaciones al mismo plazo con garantías (*repo*).

Las tensiones también se han observado en otros mercados. Así, en los de renta fija, las primas de riesgo continuaron aumentando con intensidad en todos los sectores. Por otra parte, la preferencia por la liquidez y los activos más seguros hizo que se redujeran las rentabilidades de la deuda pública, recorte que fue más acusado en el caso de los títulos alemanes, lo que se tradujo en un ascenso en la brecha de tipos de interés con el resto de países del área del euro. En las bolsas, repuntó la volatilidad de las cotizaciones, al tiempo que se observó un marcado descenso de las valoraciones (véase gráfico 24). Desde mediados del mes de marzo, se ha producido una cierta mejoría en algunos de estos mercados, si bien es pronto para saber si esta se consolidará. En la fecha de cierre de este informe, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 9,8% por debajo del nivel del final de 2007, lo que supone unas pérdidas algo inferiores a las acumuladas durante el mismo período por el EURO STOXX amplio de las bolsas europeas (12,4%), pero superiores a las del S&P 500 de las compañías estadounidenses (4,8%).

La información más reciente sobre el coste de financiación del sector privado apunta a una evolución diferenciada por instrumentos, que responde fundamentalmente a su distinta relación dinámica con las rentabilidades de mercado, ya que no se han observado cambios significativos en los márgenes aplicados. En el caso de los hogares, entre diciembre y febrero se elevaron los tipos de interés de los créditos para adquisición de vivienda, que recogen con un cierto retraso los movimientos en los tipos interbancarios, y los de las operaciones destinadas a financiar consumo y otros fines, que presentan mayor variabilidad. En cambio, descendió el coste de los pasivos bancarios de las sociedades y el de las emisiones de renta fija, si bien se incrementó de forma notable el de los recursos propios, de modo que el indicador sintético de financiación de las empresas no mostró variaciones significativas durante este período. En todo caso, hay que tener en cuenta que las cifras anteriores no recogen todavía el repunte observado en marzo en los tipos de interés interbancarios. En esta misma línea, se ha observado un aumento en la rentabilidad de la deuda a largo plazo emitida por este sector. Además, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de enero, las entidades esperaban endurecer adicionalmente los criterios de concesión de préstamos durante el primer trimestre de 2008.

Los últimos datos proporcionados por el Ministerio de la Vivienda muestran que, durante el primer trimestre del año en curso, ha continuado el proceso de desaceleración gradual del valor de la vivienda libre tasada, de modo que la tasa de crecimiento interanual se situó en marzo en el 3,8%, un punto porcentual menos que en diciembre de 2007.

En este contexto, durante los primeros meses de 2008 ha continuado la moderación gradual en la expansión de la deuda del sector privado que se venía observando en los trimestres



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.

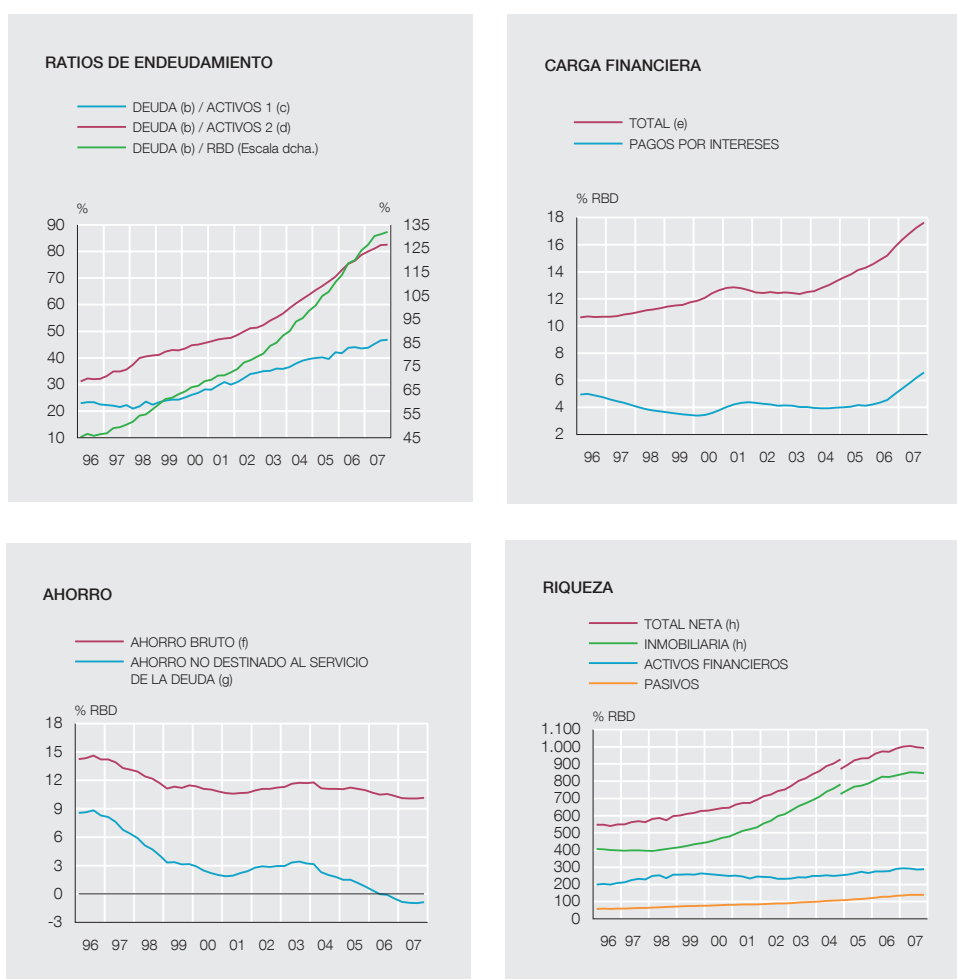
b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. Nueva estadística a partir de 2005.

precedentes. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en febrero en el 12%, algo más de medio punto porcentual menos que en diciembre. Por su parte, los fondos ajenos de las sociedades avanzaron alrededor del 16% en relación con el mismo período del año anterior, casi 1 pp menos que al cierre de 2007. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre, muestra una ralentización bastante generalizada por ramas productivas, que fue, no obstante, más acusada en la de servicios inmobiliarios, y algo inferior en la construcción y la industria, mientras que se mantuvo el dinamismo en el resto de servicios, en línea con la mayor robustez relativa de la inversión acometida por este subsector.

La desaceleración de los pasivos de las familias está contribuyendo a la moderación del ritmo de expansión de los ratios de endeudamiento y de carga financiera, si bien esta última en



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

menor medida dado el curso creciente de los costes de financiación (véase gráfico 25). Asimismo, tanto la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, como sus necesidades de financiación se mantuvieron al cierre de 2007 en niveles similares a los de los trimestres anteriores, en términos de la renta bruta disponible (RBD) y del PIB, respectivamente. Por su parte, la riqueza neta de los hogares avanzó a una tasa similar a la de la RBD, por lo que la relación entre estas dos últimas variables apenas mostró variaciones, situándose en valores elevados desde una perspectiva histórica.

En el caso de las sociedades, también se moderó el avance de la ratio agregada de endeudamiento durante el cuarto trimestre de 2007, mientras que la carga financiera, influida por el encarecimiento de la financiación, creció en mayor medida, lo que siguió contribuyendo a frenar el crecimiento de los beneficios del sector. De acuerdo con las

proyecciones disponibles, estas mismas tendencias habrían continuado durante la parte transcurrida de 2008. Por su parte, los datos correspondientes a la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian un menor dinamismo del endeudamiento y de los pagos por intereses durante los últimos tres meses de 2007, evolución que vino acompañada, además, de un comportamiento favorable de los beneficios. Todos estos desarrollos hicieron que se registraran escasas variaciones en los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo durante la parte final del pasado ejercicio (véase gráfico 26). Por último, la información más reciente de las Cuentas Financieras indica que, al cierre del año, se produjo un nuevo incremento en las necesidades de financiación del sector, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 11,8% del PIB, 0,3 pp más que en septiembre.

La mayor necesidad de fondos de las empresas no financieras —y, en menor medida, de los hogares—, junto con el descenso del ahorro de las AAPP, no fueron compensados por el aumento en el superávit de las instituciones financieras, por lo que las necesidades de financiación de la nación aumentaron hasta un importe equivalente al 9,5% del PIB en términos acumulados anuales (véase cuadro 5).

Durante los tres últimos meses del pasado ejercicio, los recursos procedentes del resto del mundo canalizados a través del sector financiero privado (excluyendo los inversores institucionales) volvieron a ser inferiores a la media de los últimos años, evolución que está ligada a la menor apelación de estos intermediarios a los mercados financieros internacionales en un contexto de elevación del coste de la emisión de valores de renta fija a largo plazo y de escasísima actividad en estos mercados. En paralelo, retrocedió la adquisición neta de activos exteriores de los inversores institucionales y de las sociedades no financieras, hasta hacerse negativa, por lo que por esta vía se redujo algo la necesidad de fondos foráneos (que financian el déficit de la cuenta corriente y la inversión financiera en el extranjero), aunque esto no fue suficiente para compensar el menor dinamismo de los pasivos captados por las instituciones financieras. De este modo, descendió nuevamente la posición neta del Banco de España frente a los no residentes, aunque en menor medida que en el tercer trimestre de 2007 (véase recuadro 5).

En resumen, la moderación en el avance de los fondos ajenos de los hogares y de las sociedades está contribuyendo a encauzar hacia una dinámica más sostenible el endeudamiento de estos agentes. Por otra parte, a pesar del agravamiento y la extensión de las turbulencias financieras, estas han tenido, hasta ahora, un efecto limitado sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado. No obstante, dada la elevada necesidad de financiación exterior de nuestra economía, no puede descartarse que el impacto sea mayor en el futuro si este episodio se prolonga durante un período dilatado.

## **5.2 El sector hogares**

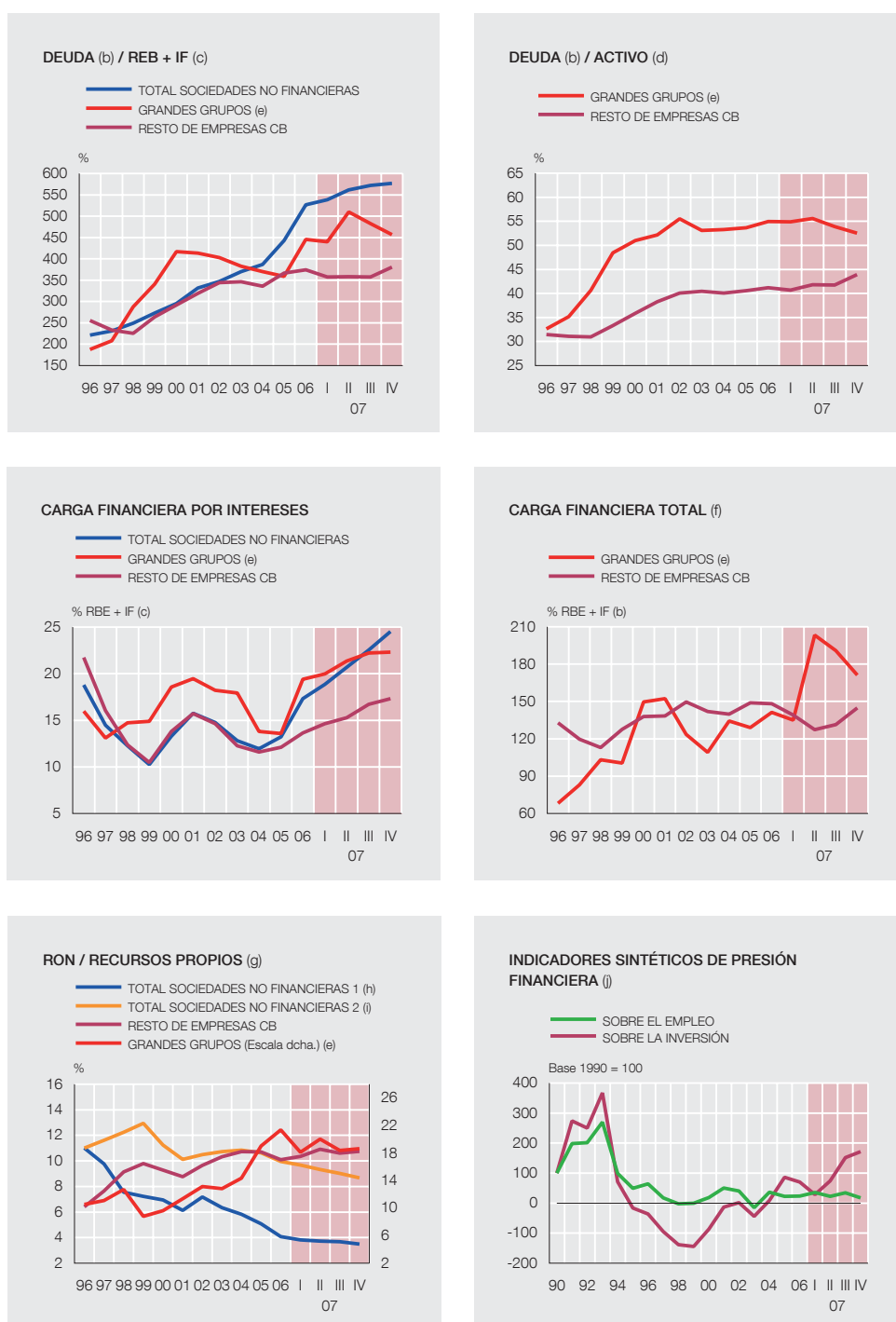
Durante el primer trimestre de 2008, continuaron endureciéndose las condiciones de financiación de los hogares. Así, entre diciembre y febrero, los tipos de interés de los nuevos créditos para la adquisición de vivienda se incrementaron en torno a 6 pb, y los de los destinados a consumo y otros fines aumentaron 14 pb (véase gráfico 24). Asimismo, de acuerdo con la EPB de enero, las entidades financieras esperaban aplicar durante los tres primeros meses del año unos criterios de concesión en ambos tipos de préstamos más restrictivos que los establecidos al cierre de 2007.

El endurecimiento de las condiciones de financiación contribuyó a que la deuda de las familias continuara desacelerándose gradualmente, situándose en febrero la tasa de crecimiento inte-



# INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



FUENTE: Banco de España.

- a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las cuentas nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se usa una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras, RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,6	-8,9	-9,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-10,5	-11,1	-11,9	-12,9	-13,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,0	-3,9	-4,5	-6,9	-8,9	-9,2	-10,3	-11,5	-11,8
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-1,9	-1,5	-1,5	-1,6
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,0	2,0	2,6	2,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-15,8	-13,5	-15,4	-16,3	-17,1

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

ranual en el 12%, algo más de medio punto por debajo de la registrada en diciembre de 2007. Descomponiendo por finalidades, la moderación en el avance de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros algo superiores al 12% y al 10%, respectivamente.

Según los datos de las Cuentas Financieras, relativos al cuarto trimestre de 2007, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares se moderó y supuso, en términos acumulados anuales, el 7,8% del PIB, casi 2 pp menos que en septiembre (véase cuadro 6). El desglose por instrumentos evidencia una continuidad en el proceso de recomposición de la cartera que se observó durante los meses precedentes. Así, se mantuvo el notable dinamismo de los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en relación con el PIB alcanzaron el 8,1%), mientras que los flujos netos destinados a los medios de pago, que incluyen el efectivo y los depósitos a la vista, y a los fondos de inversión volvieron a presentar un signo negativo. Finalmente, la compra directa de acciones mostró un pequeño repunte, al tiempo que el volumen de recursos materializado en reservas técnicas de seguros retrocedió ligeramente.

El dinamismo de la financiación, más moderado, llevó a que la ratio de endeudamiento de los hogares creciera a un menor ritmo, situándose al cierre del pasado ejercicio por encima del 130% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con el curso creciente de los tipos de interés durante los últimos meses, determinó un nuevo aumento de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se encontraba próxima al 18% de la RBD. Por su parte, tanto la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, como sus necesidades de financiación apenas mostraron variaciones significativas, como tampoco lo hizo la riqueza neta del sector, en relación con su RBD, que se mantuvo en niveles elevados.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, en línea con la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, entre diciembre y febrero se redujeron los tipos de interés bancarios de los nuevos créditos (véase gráfico 24) en una cuantía que depende del tamaño de la operación (19 pb los de importe inferior a un millón de euros y 27 pb los de un volumen superior).

En los últimos años, la economía española ha presentado una elevada necesidad de captar fondos del resto del mundo con los que poder financiar su déficit por cuenta corriente y la creciente adquisición de activos exteriores llevada a cabo por parte del sector privado, en un contexto de internacionalización de las empresas españolas y de diversificación geográfica de las carteras de los inversores institucionales. Las instituciones financieras han desempeñado un papel central en la canalización de estos flujos, recurriendo para ello, principalmente, a las emisiones de renta fija. Así, tal y como puede verse en el gráfico 1, la mayor parte de los recursos procedentes del extranjero se ha materializado en instrumentos emitidos por las entidades de crédito o por otros intermediarios, entre los que se incluyen los fondos de titulización.

Tras el episodio de turbulencias financieras, que se inició a mediados de 2007, se ha producido una modificación sustancial en este patrón de flujos con el resto del mundo. Por un lado, descendió significativamente la captación de fondos a través de otros intermediarios financieros, lo que está relacionado con la paralización de los mercados internacionales de titulización de activos y el notable endurecimiento de las condiciones de financiación en los mismos. Sin embargo, como puede verse en el gráfico 2, los nuevos pasivos obtenidos por las entidades de crédito no se redujeron de forma significativa, de modo que, en términos netos, las instituciones financieras privadas (excluyendo los inversores institucionales) continuaron recibiendo recursos del exterior en el último semestre del año. Por otro lado, la entrada de capitales canalizada a través de títulos de deuda pública se hizo negativa en este período, lo que está vinculado con el retroceso en el saldo de los valores emitidos por este sector, en un contexto en el que sus cuentas presentan una posición de superávit.

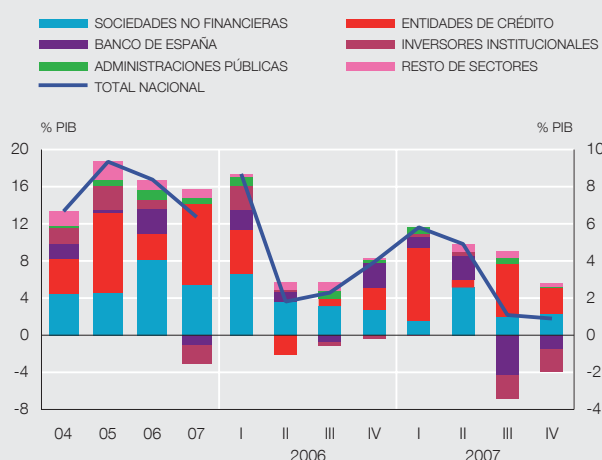
Adicionalmente, en la segunda mitad de 2007 descendió la adquisición de activos exteriores del sector privado, especialmente en el caso de los inversores institucionales, lo que, en parte, refleja los reembolsos netos de participaciones de fondos de inversión que se produjeron en un contexto de mayor incertidumbre y de repunte de la volatilidad de los pre-

cios negociados en los mercados. También se redujo el dinamismo de la inversión financiera de las sociedades en el extranjero, lo que, junto con el mantenimiento del volumen de recursos captados en el resto del mundo, llevó a que, por primera vez en los últimos años, las empresas pasaran a ser receptoras netas de capital del resto del mundo.

Sin embargo, el menor grado de acumulación de activos exteriores por parte de estos sectores no fue suficiente para compensar la disminución en las entradas de capital canalizadas por las instituciones financieras privadas y las AAPP, por lo que una parte de las necesidades de financiación tuvo que ser cubierta mediante la reducción de la posición acreedora del Banco de España frente al resto del mundo, aunque este descenso se moderó apreciablemente durante el cuarto trimestre. Este cambio refleja la mayor apelación de las instituciones financieras y monetarias españolas al suministro de liquidez del Eurosistema, si bien este se mantiene en línea con el peso que le corresponde dentro de la zona y representa solo el 1,3% del balance de las instituciones.

En resumen, como consecuencia de las tensiones en los mercados internacionales, se han producido algunos cambios relevantes en el patrón de los flujos financieros de España frente al resto del mundo. Por un lado, se ha reducido la adquisición neta de activos foráneos por parte de los sectores residentes, reduciéndose así el volumen bruto de recursos externos requeridos. Por otro lado, una parte de esas menores necesidades se ha cubierto mediante la venta de algunos de los valores de las carteras exteriores de los agentes. De este modo, a pesar del contexto menos favorable, durante los últimos trimestres se ha podido seguir financiando el abultado déficit corriente, sin que, por tanto, se haya resentido significativamente el gasto doméstico. No obstante, el margen de maniobra que proporcionan estas dos vías no es ilimitado. En este sentido, la posibilidad de que las turbulencias se extiendan por un período demasiado prolongado constituye un elemento de riesgo para la evolución futura de la economía española.

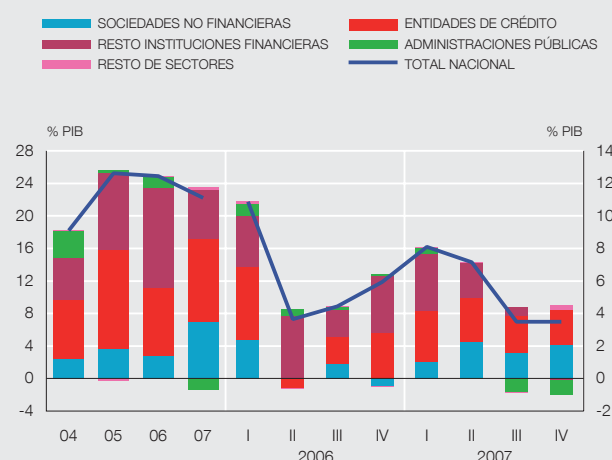
1 OPERACIONES FINANCIERAS ACTIVAS FRENTE AL EXTERIOR (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos trimestrales están referidos al eje derecho. Se presentan divididos por el PIB anual.

2 OPERACIONES FINANCIERAS PASIVAS FRENTE AL EXTERIOR (a)



% del PIB						
	2004	2005	2006	2007		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	11,5	10,6	9,6	7,8
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	1,7	0,5	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,8	7,2	7,6	8,1
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,5
Fondos de inversión	1,5	1,9	0,2	-0,6	-0,6	-1,1
Reservas técnicas de seguros	1,8	2,0	1,7	1,8	1,6	1,0
De las cuales:						
De vida	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,3
De jubilación	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,6
Resto	0,7	0,7	1,3	0,8	0,5	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,7	13,2	12,2	11,1	9,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	11,6	10,9	9,4
Créditos para adquisición de vivienda (c)	8,7	10,2	9,9	8,9	8,5	7,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	2,2	3,1	2,7	2,5	2,2
Resto	-0,7	-0,6	0,2	0,5	0,2	0,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,7	18,5	23,0	20,9	17,9	13,7
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	1,2	0,4	-0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,4	2,5	4,0	3,3	2,8
Acciones y otras participaciones	6,5	7,4	10,4	9,2	7,8	6,8
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	3,8	3,9	6,8	5,5	4,5	5,1
Resto	6,8	7,7	7,8	6,5	6,5	4,5
Operaciones financieras (pasivos)	19,2	25,4	31,9	31,2	29,4	25,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,7	17,9	16,9	13,9
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,3	2,7	2,4	2,4
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,8	0,8	0,5
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	3,5	4,1	5,1
Resto	5,8	6,4	6,7	6,3	5,3	3,6
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	20,6	18,8	15,2
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	16,4	15,3	12,7
Sociedades no financieras	13,2	21,4	27,9	23,9	21,5	17,1

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

También descendió la rentabilidad de las emisiones de valores de renta fija (48 pb en las de corto plazo y 5 pb en las de largo). Sin embargo, aumentó significativamente el rendimiento exigido a los recursos propios, como reflejo, en buena parte, de las menores valoraciones bursátiles. Como resultado de estos movimientos, el indicador sintético de los costes de financiación del sector apenas mostró variaciones. En todo caso, es previsible que se haya producido un repunte en el precio de la financiación de las empresas en marzo, dada su relación dinámica con los índices EURIBOR. Hay que tener en cuenta también que, en dicho mes, se produjo un repunte en el coste de la emisión de deuda a largo plazo (38 pb). Asimismo, de acuerdo con la EPB de enero, las entidades esperaban aplicar durante el primer trimestre

de 2008 unos criterios de concesión de préstamos sustancialmente más estrictos que los vigentes durante la parte final del pasado ejercicio.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en febrero el ritmo de avance interanual cerca del 16%, casi 1 pp por debajo de la cifra de cierre de 2007. Las tasas más cortas apuntan a un dinamismo menor en términos anualizados, aunque elevado (en torno al 12%). Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante.

Los datos más recientes del desglose por actividad productiva del crédito a las sociedades, referidos a diciembre de 2007, muestran que la desaceleración en el cuarto trimestre del pasado ejercicio fue generalizada en prácticamente todos los sectores, si bien fue más acusada en el caso de los servicios inmobiliarios, cuya tasa de variación interanual pasó del 35% al 24%. En la industria y la construcción, el ritmo de avance se redujo en algo más de 3 pp, hasta situarse en el 18% y el 14%, respectivamente, mientras que en el resto de servicios fue muy similar al observado tres meses antes (22%).

La información de las Cuentas Financieras para el cuarto trimestre de 2007 refleja un nuevo avance en las necesidades de financiación de las sociedades, hasta situarse en el 11,8% del PIB en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, creció en mayor medida, colocándose en el 17,1% del PIB (véase cuadro 5).

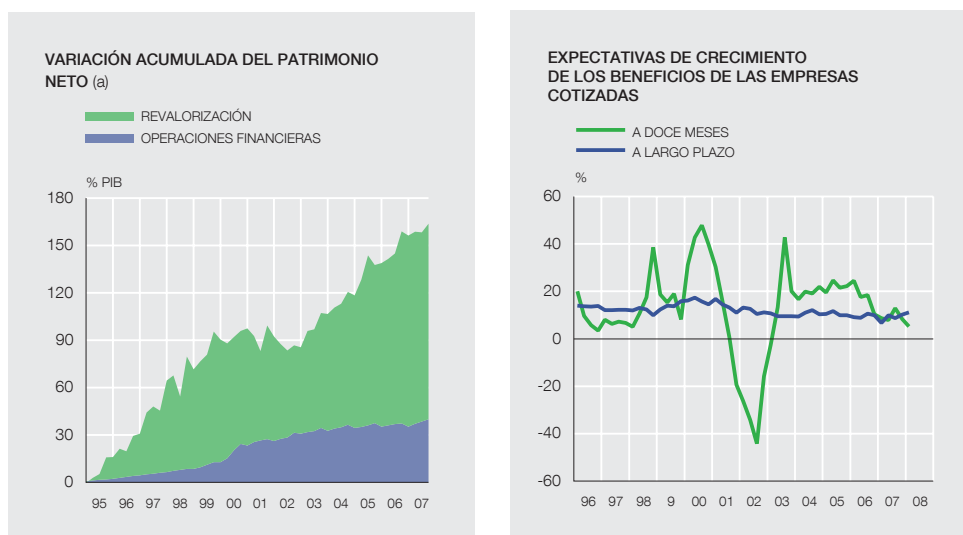
El todavía elevado dinamismo de la financiación ajena de las sociedades durante los últimos meses del pasado ejercicio llevó a un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados generados, aunque a un ritmo inferior al de los trimestres anteriores (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio del saldo vivo de los recursos ajenos, hizo que los pagos por intereses volvieran a crecer, de modo que suponían casi el 25% de los beneficios. El aumento de los costes financieros continuó frenando el avance de las rentas. Así, en diciembre de 2007, mientras que el excedente bruto de explotación aumentó más de un 7% en términos anuales, las rentas después del pago de intereses se elevaron solo un 2%.

La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia que la ratio de endeudamiento se mantuvo en diciembre en niveles similares a los de septiembre de 2007, mientras que la carga financiera aumentó, aunque en menor medida que durante los meses precedentes, evolución que vino acompañada de un comportamiento favorable de los beneficios. Estos desarrollos hicieron que los indicadores sintéticos de presión financiera de inversión y empleo se mantuvieran en torno a los mismos valores del trimestre precedente. Por ramas de actividad, destaca especialmente la favorable evolución de los resultados económicos en el sector industrial.

Por último, durante el primer trimestre de 2008, los analistas revisaron nuevamente a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas durante los próximos 12 meses, que pasaron del 8% al 5%, en línea con el menor dinamismo económico que se anticipa para los próximos meses (véase gráfico 27).

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en diciembre de 2007, en términos acumulados de doce meses, en el 2,2% del PIB, cuatro décimas menos que la registrada en el tercer trimestre del año (véase gráfico 28). Atendiendo a los instrumentos, esta evolución fue



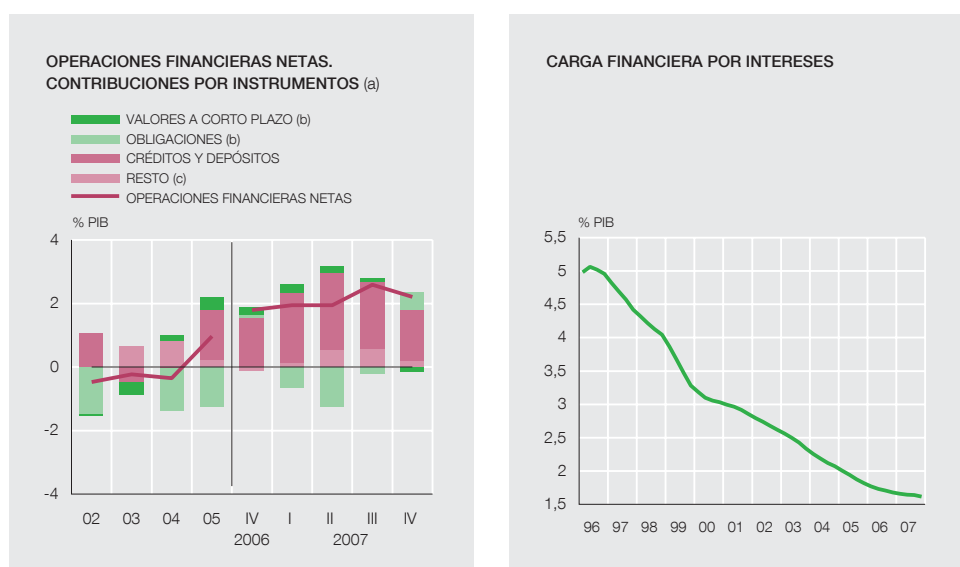
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

### Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

% del PIB						
	2004	2005	2006	2007		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,6	-8,9	-9,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	16,7	17,1	15,8	12,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	6,3	5,6	2,2
De los cuales:						
Interbancario (a)	0,7	3,1	3,4	4,7	5,9	4,2
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	2,5	2,7	1,6
De los cuales:						
Entidades de crédito	1,0	6,6	-2,0	1,7	2,4	1,8
Inversores institucionales (b)	0,3	2,3	0,9	0,5	0,1	-0,3
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	9,2	7,5	6,1	7,3
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,8	3,9	6,8	5,5	4,5	5,1
Inversores institucionales (b)	0,8	0,9	1,2	0,5	-0,3	-1,0
Préstamos	0,8	1,1	2,1	0,3	0,9	1,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	24,9	25,7	24,7	22,2
Depósitos	1,7	5,6	0,3	3,6	5,4	7,3
De los cuales:						
Interbancario (a)	5,0	7,2	0,6	4,1	5,3	6,7
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,3	18,2	14,5	7,8
De los cuales:						
Administraciones Públicas	2,7	0,2	1,3	0,6	-0,4	-1,4
Entidades de crédito	4,6	6,3	7,7	6,9	5,4	3,3
Otras instituciones financieras no monetarias	5,1	9,3	12,3	10,6	9,4	5,9
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,7	0,4	1,7	4,1
De las cuales:						
Sociedades no financieras	1,7	1,0	-1,1	0,6	1,7	4,3
Préstamos	1,3	2,3	3,5	3,0	2,7	2,6
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-0,6	0,0	0,0	-0,2
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	7,3	5,8	6,1	8,0
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	1,6	2,1	1,9	4,1

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

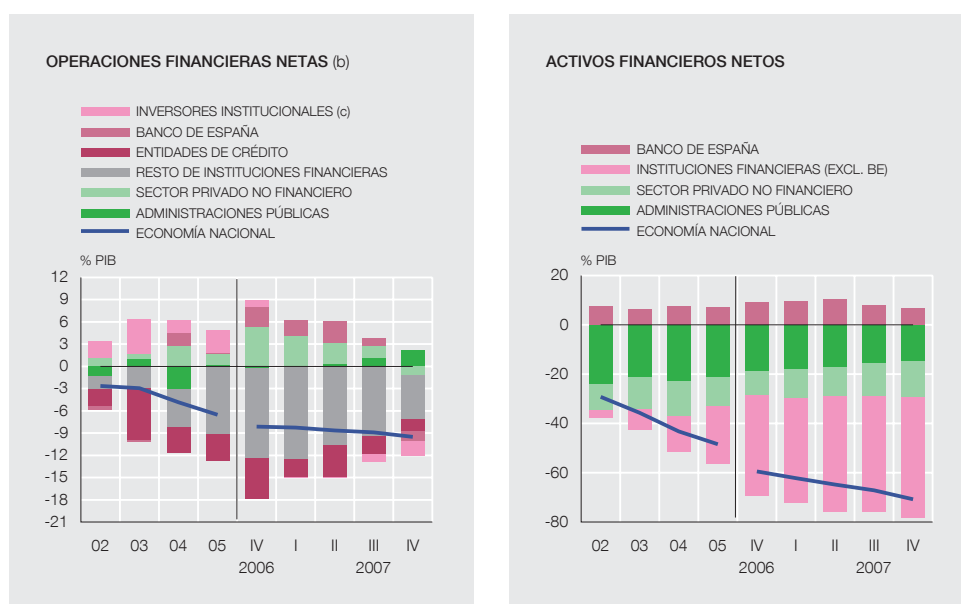
b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

consecuencia de un menor incremento del saldo de depósitos netos de crédito, y de un aumento de las emisiones de valores a corto plazo que no fueron compensadas por la amortización neta de títulos a medio y largo plazo. Por otra parte, la disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, a pesar de la subida del coste medio de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2007, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó elevándose, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 9,5% del PIB, frente al 8,9% observado en septiembre. Por sectores, este resultado fue consecuencia



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.  
b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

de un aumento de las necesidades de financiación de las sociedades y, en menor medida, de los hogares, así como del menor ahorro de las AAPP, que no fueron compensados por el aumento en el superávit de las instituciones financieras (véase cuadro 5).

Las entradas de capital descendieron en el cuarto trimestre de 2007, situándose en el 22,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,5 pp menos que en septiembre (véase cuadro 7). Esta disminución fue consecuencia, principalmente, del menor dinamismo del importe materializado en valores distintos de acciones, que pasó del 14,5% del PIB en septiembre al 7,8% en diciembre. En particular, se redujeron los recursos obtenidos por esta vía tanto por las entidades de crédito como por las otras instituciones financieras no monetarias, entre las que se incluyen los fondos de titulización, fenómeno vinculado con el retroceso de la emisión de estos títulos en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales de deuda, especialmente de aquella vinculada con préstamos hipotecarios. Al mismo tiempo, la inversión neta foránea en instrumentos emitidos por las AAPP fue negativa, en consonancia con la caída de su saldo vivo. Por el contrario, aumentaron tanto el volumen de las adquisiciones de acciones y otras participaciones (4,1% del PIB), desarrollo que está ligado al repunte de la inversión directa del exterior en España, como los flujos de financiación captados a través del mercado interbancario, que, en términos netos, pasaron a tener un signo deudor.

La adquisición de activos exteriores también disminuyó, suponiendo el 12,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 3 pp menos que en septiembre. Por instrumentos, se observó un menor dinamismo en las compras netas de valores de renta fija, mientras que la inversión materializada en la partida de acciones y otras participaciones se recuperó en relación con el trimestre anterior, movimiento que está vinculado con el aumento de la inversión



directa de España en el resto del mundo, que alcanzó el 8% del PIB, casi 2 pp por encima del dato de tres meses antes.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, continuó aumentando el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue consecuencia, fundamentalmente, del incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), que se aproximó al 50% del PIB, y del sector privado no financiero, que alcanzó un valor próximo al de las AAPP.

25.4.2008.

ESTRUCTURA DE LA RENTA Y DISPONIBILIDAD DE AHORRO EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS  
CON DATOS DE HOGARES

## Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares

Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre y Jaime Martínez Martín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En las dos últimas décadas se ha producido un notable desarrollo de la teoría del consumidor en un marco de incertidumbre. Los modelos teóricos que han surgido de esta revisión predicen una disminución del consumo y un incremento del ahorro en circunstancias y períodos de mayor incertidumbre. En concreto, la eventual aparición de *shocks* que afecten a la renta, el riesgo de tener que incurrir en gastos imprevistos o la incertidumbre respecto a la longitud de la vida son algunos de los factores que pueden animar a los consumidores a adoptar mecanismos de protección —más allá de los que proporcionan los propios sistemas de protección social—, con el objetivo de mantener un patrón suave de consumo a lo largo de su ciclo vital. Estos instrumentos pueden ser muy diversos. Así, el ahorro y el aumento del endeudamiento permiten afrontar períodos en los que disminuye el crecimiento de la renta. Otros mecanismos son: la diversificación en la composición de la renta por fuentes de ingreso, que reduce el grado de vulnerabilidad a perturbaciones específicas que pudieran afectar a alguna de ellas; el ajuste en la adquisición de bienes duraderos, que permite suavizar el patrón de consumo de los bienes no duraderos; el patrimonio inmobiliario, que puede constituir un seguro o mecanismo de protección alternativo al ahorro<sup>1</sup>, y, por último, la educación, que puede contribuir a que disminuya la probabilidad de que la renta se vea afectada por perturbaciones adversas. Por su parte, los sistemas de protección social facilitan el mantenimiento de un patrón estable de consumo en la vejez y en otras situaciones en las que disminuye el rendimiento del capital humano.

Si los consumidores contemplaran el grado de incertidumbre como un factor relevante en sus decisiones, la distribución en la utilización de estos mecanismos por grupos de individuos debería guardar alguna relación con su grado de exposición a perturbaciones adversas y, además, cabría esperar que los grupos más expuestos utilizaran la cobertura que proporcionan los mismos para proteger, total o parcialmente, sus planes de gasto. Sobre este aspecto, varios trabajos encuentran evidencia de que las perturbaciones de carácter transitorio que afectan a la renta tienen una incidencia pequeña sobre los planes de consumo de los grupos de agentes expuestos a un mayor grado de incertidumbre<sup>2</sup>.

Este artículo ofrece una primera evidencia sobre algunos de los mecanismos de protección que pueden estar a disposición de los hogares españoles, examinando su distribución entre los consumidores, atendiendo a determinadas características individuales, como la edad, la situación laboral y el nivel de renta, que, generalmente, implican un distinto nivel de riesgo ante situaciones adversas. Más específicamente, se analizan la estructura de la renta por fuentes de ingreso —incluida la incidencia de los sistemas de protección social— y la distribución de la capacidad de ahorro.

Para examinar estos aspectos se han utilizado los datos españoles del Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) y de la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), que constituyen, junto con la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y la Encuesta de Presupuestos Familiares, las fuentes disponibles de datos microeconómicos sobre la renta de los consumidores españoles. Las dos primeras, especialmente encaminadas a proporcionar información detallada sobre

---

1. Véase Bover (2005). 2. Véanse Albarrán et ál. (2007) en el caso de España y Blundell et ál. (2004) para el Reino Unido.

los ingresos de los hogares y su situación social, son las que emplean una metodología homogénea durante un período de varios años, permitiendo examinar si se han producido cambios en las distribuciones y si estos cambios pueden asociarse con determinados factores.

El artículo contiene tres secciones, además de esta introducción, y una sección final que resume las principales conclusiones. En la siguiente sección se describen las principales características de los datos utilizados, mientras que las secciones tercera y cuarta contienen, respectivamente, los principales resultados relativos a la estructura de la renta y a la disponibilidad de ahorro de los distintos grupos de consumidores considerados en el análisis.

### **Los datos utilizados**

El Panel de Hogares de la Unión Europea y la Encuesta de Condiciones de Vida, que le ha sucedido en el tiempo, constituyen las principales fuentes de información sobre los ingresos familiares en España, si bien, como ya se ha indicado, no son las únicas. El Panel recoge información sobre los ingresos netos y la situación social de las familias en la segunda mitad de los años noventa, y la Encuesta aporta datos sobre los mismos aspectos en un período posterior (2004-2006), con alguna diferencia metodológica. Ambas son encuestas anuales, cuyos datos sobre ingresos corresponden al año natural anterior al de realización de las mismas<sup>3</sup>. En el recuadro 1 se señalan las características más relevantes de estas fuentes de datos microeconómicos.

Antes de pasar a evaluar la estructura de la renta por tipos de ingresos, conviene examinar algunos datos básicos sobre el nivel y la distribución de la renta de los hogares españoles desde mediados de los años noventa hasta los años más recientes, según estas dos fuentes de información. Así, el ingreso neto medio de los hogares españoles se ha situado por encima del valor mediano en todo el período temporal que abarcan los datos del PHOGUE y de la ECV (véase cuadro 1), reflejando la forma asimétrica usual en las distribuciones de renta, en las que los niveles de ingresos más frecuentes corresponden a intervalos de renta inferiores a la mediana en cada momento temporal (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La comparación del ciclo del PHOGUE correspondiente a 1995 con el último, y de este con los datos de la ECV, que se presenta en el gráfico 1, pone de manifiesto el lógico desplazamiento de la distribución hacia niveles de ingresos más elevados —como cabe esperar en una magnitud expresada en términos nominales— y, además, un descenso de la proporción de hogares que obtienen ingresos inferiores al intervalo 9.000-12.000 euros, que era el de mayor frecuencia al inicio del período temporal considerado.

La evolución de los ingresos netos anuales por hogar mantuvo una dinámica de elevado crecimiento en la segunda mitad de los años noventa —la media de la distribución creció, en promedio, un 6,7% anual, y la mediana, un 6,1%— y algo más reducido en los años más recientes que comprende la ECV —el crecimiento promedio fue un 4,3% anual, tanto para el ingreso medio como para el ingreso mediano—, y que corresponden a un período con inflación también algo más reducida. En ambas etapas se produjo también algún cambio en la distribución del crecimiento por tramos de renta. En la segunda mitad de los noventa, según los datos del PHOGUE, las rentas superiores a la mediana fueron las que registraron un mayor crecimiento, mientras que entre los años 2003 y 2005 el incremento acumulado —en torno al 8%— fue algo más homogéneo<sup>4</sup>.

3. En los cuadros y gráficos de este artículo, las encuestas aparecen designadas por la fecha del período en el que se realizaron las mismas, que es el año siguiente al año natural al que se refieren los ingresos. 4. La comparación de los datos del PHOGUE y de la ECV indica un avance moderado de los ingresos netos en el período 2000-2003, en particular en los estratos de renta superiores, si bien hay que recordar que ambas fuentes estadísticas no son totalmente comparables.

El Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) es una encuesta panel de carácter microeconómico, realizada en todo el territorio nacional, excepto en Ceuta y Melilla, por el Instituto Nacional de Estadística (INE) bajo la dirección de la Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat)<sup>1</sup>. El PHOGUE constituye una base de datos de renta personal exhaustiva en el ámbito estatal, con un grado de detalle muy superior al de las encuestas básicas o estructurales de Presupuestos Familiares o a las Encuestas Continuas de Presupuestos Familiares, sobre todo en lo que se refiere a prestaciones sociales. Incluye información de 1994 a 2001 sobre un promedio de 6.000 hogares, si bien el número de estos en la muestra se redujo en los últimos años. La ventaja de las encuestas de tipo panel radica en la obtención de datos longitudinales de gran valor analítico, sobre todo en términos de estructura intertemporal de los ingresos personales. Sin embargo, el requisito de que los hogares que integran la muestra en el primer ciclo deban permanecer en la misma a lo largo de toda la duración del estudio, incluso siguiendo a los miembros que dejan de formar parte de esos hogares iniciales, eleva el riesgo de no colaboración e incrementa la posibilidad de acumulación de falta de respuesta en ciclos sucesivos. Por otra parte, la escasa renovación de la muestra —la incorporación de nuevos hogares e individuos solo se produce en la medida en que pasan a convivir con individuos de la muestra inicial— agudiza este riesgo<sup>2</sup> y tiende a reducir el número de hogares que forman parte de la muestra efectiva.

El PHOGUE incorpora variables tanto cuantitativas como cualitativas sobre la situación económico-financiera de las familias. En concreto, incluye información relativa a los ingresos netos corrientes de la unidad familiar en el año previo a la realización de la encuesta —junto con una transformación para obtener ingresos brutos—, la distribución por fuentes de ingreso, la edad y la situación laboral de los miembros de cada hogar. También proporciona información sobre la cuota pagada por los préstamos para adquisición de primera vivienda (amortización de capital más intereses),

de modo que es posible calcular la carga financiera que soportan los hogares por este tipo de deudas<sup>3</sup>. Existe, asimismo, información sobre diversas variables cualitativas, entre las que se encuentran varias que son indicativas de la capacidad de ahorro de los hogares.

A partir de 2004, el PHOGUE fue sustituido, en España, por la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), que forma parte del proyecto EU-SILC (*European Union Statistics on Income and Living Conditions*), en el que participan los países de la UE, con un diseño y metodología armonizados. Esta información permite ofrecer datos más actualizados de algunos de los aspectos que se comentan en el artículo, con los mismos criterios metodológicos que en el PHOGUE, si bien algunas variables tienen un tratamiento diferente y el diseño muestral es algo distinto<sup>4</sup>. Efectivamente, el número de hogares de la muestra se incrementa notablemente en la ECV —casi 16.000—, cifra muy superior al promedio de 6.000 del PHOGUE. Además, la ECV tiene carácter de panel rotante —cada año se renueva parcialmente la muestra—, en lugar de un panel propiamente dicho en el que apenas existe renovación, como era el PHOGUE. Esta última característica es particularmente interesante, pues dota a la ECV de la posibilidad de captar fenómenos y situaciones que han ido ganando importancia en los años posteriores al inicio de la Encuesta, como la inmigración o el incremento de la tasa de participación femenina en el mercado laboral, además de aliviar los problemas derivados de la falta de respuesta.

Tanto el PHOGUE como la ECV participan de algunos de los problemas comunes a otras encuestas en las que se solicita información sobre los ingresos de la unidad familiar. Por razones psicológicas y sociológicas, los individuos suelen mostrar ciertos celos a informar sobre su auténtico nivel de ingresos, lo que introduce un sesgo a la baja en los datos de ingresos de los hogares, que resulta especialmente relevante en el caso de algunas fuentes de renta<sup>5</sup>.

1. Para más detalles sobre el PHOGUE, véase INE (1996). 2. Un análisis de los problemas de falta de respuesta en el caso concreto del PHOGUE puede encontrarse en Nicoletti y Peracchi (2004).

3. Véase un análisis de estos aspectos en Martínez-Carrascal (2004). 4. Véase INE (2005). 5. Véanse Andrés y Mercader (2001) y el anejo de este artículo.

En consonancia con esta evolución de los tramos de renta, la dispersión de los ingresos netos por hogar aumentó en el período 1994-2000 —como evidencia el incremento del índice de Gini y del rango intercuartílico (cuadro 1)—, en un contexto de elevado crecimiento de los ingresos netos, con carácter generalizado, que continuó el proceso iniciado en la primera mitad de los años noventa<sup>5</sup>. En el período 2003-2005, en cambio, las medidas de disper-

5. Véase Cutanda et ál. (2006), que obtienen evidencia de un aumento de la dispersión y la desigualdad de ingresos entre los hogares españoles en los primeros años noventa, tras la disminución que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta, que estos autores relacionan con las medidas de carácter fiscal y social que establecieron las bases del Estado del Bienestar en España, y que ha sido puesta de manifiesto, asimismo, en otros análisis [por ejemplo, Oliver et ál. (2001) y Del Río y Ruiz-Castillo (1996)].

**EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA**  
Ingresos netos por hogar (a)

CUADRO 1

Miles de euros								
	PHOGUE				ECV			
	2001		2004		2005		2006	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
TODOS LOS HOGARES	21,5	16,8	21,6	18,5	22,4	19,2	23,4	20,2
Crecimiento interanual								
	PHOGUE		ECV / PHOGUE		ECV			
	2001/1995		2004/2001		2005/2004		2006/2005	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
TODOS LOS HOGARES	6,7	6,1	0,2	3,3	4,0	3,3	4,6	5,3
PERCENTIL DE RENTA								
Menor de 20	4,9	4,5	2,0	2,0	4,1	6,3	6,7	6,9
Entre 20 y 40	5,6	5,3	3,4	3,7	1,8	0,9	7,1	8,1
Entre 40 y 60	6,1	6,1	3,4	3,3	2,7	3,3	5,6	5,1
Entre 60 y 80	6,7	6,8	1,8	1,8	3,2	2,8	5,0	5,0
Entre 80 y 90	6,8	7,0	0,1	-0,1	5,4	5,7	3,2	3,2
Entre 90 y 100	7,9	6,3	-4,7	-1,3	5,8	7,8	2,5	0,5
	PHOGUE				ECV			
	1995	2001	2004		2005		2006	
Rango intercuartílico (b)	1,56	1,73	1,59		1,62		1,58	
Índice de Gini	0,37	0,40	0,35		0,36		0,35	

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.

b. El rango intercuartílico está definido como (p75-p25)/p25.

sión de los ingresos parecen más estables, de acuerdo con la información disponible en la ECV.

Como ya se ha señalado, existen otras encuestas que proporcionan información sobre los ingresos de las familias españolas: por un lado, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), para la que se dispone de dos ciclos (el de 2002 y el de 2005<sup>6</sup>), y, por otro, la Encuesta de Presupuestos Familiares, en su versión más estructural, y la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares —disponible hasta 2005—, con periodicidad trimestral y un menor detalle<sup>7</sup>. Se dispone, asimismo, de estimaciones de los ingresos de las familias españolas procedentes de la Contabilidad Nacional (CNE), que constituyen la principal fuente estadística sobre la renta familiar en el análisis macroeconómico. En el anejo se presentan con mayor detalle las características de estas fuentes y se comparan diversos estadísticos de las mismas.

### **Estructura de la renta por fuentes de ingreso**

La composición de la renta por fuentes de ingreso —rentas del trabajo, del capital, subsidios o transferencias— influye en la respuesta de la renta corriente ante posibles perturbaciones y en el ajuste del patrón de gasto de los hogares que puede derivarse. En principio, una mayor diversificación de las fuentes de ingreso reduce el grado de vulnerabilidad a perturbaciones específicas —como la elevación de los tipos de interés o el aumento de las expectativas de desempleo— y constituye, así, un mecanismo de protección frente a posibles contingencias, lo que permite aislar, total o parcialmente, el patrón de consumo del impacto de dichas perturbaciones. Cabe esperar

6. Véanse Banco de España (2004) y (2007). 7. Esta encuesta se ha rediseñado recientemente, pasando a tener frecuencia anual.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.

que este tipo de mecanismos de protección sea utilizado en mayor medida por aquellos consumidores que se enfrenten a un mayor grado de incertidumbre respecto a sus rentas futuras, como son, en principio, los situados en los tramos de renta inferiores, los que se encuentran desempleados y los trabajadores por cuenta propia. A continuación se analiza la estructura de ingresos de los hogares en función del tramo de renta en que están situados, la edad de la persona de referencia o su situación laboral. Dado que los resultados que se obtienen a partir del PHOGUE y de la ECV son muy similares, los comentarios que siguen son válidos, con carácter general, para ambas fuentes, por lo que solo se particularizarán cuando se considere estrictamente necesario.

Cuando se clasifica a los hogares por la edad del cabeza de familia<sup>8</sup>, se obtiene que la principal fuente de ingresos, durante los años de actividad laboral, es el trabajo por cuenta ajena, que representa dos tercios de la renta neta total (véase cuadro 2). Como cabía esperar, en las personas mayores de 65 años las prestaciones de vejez y jubilación son las que aportan la mayor parte de

8. Las clasificaciones de los hogares basadas en características de alguno de los individuos que forman parte del hogar se han realizado a partir de los datos de la «persona de referencia», que suele coincidir con la que designa el hogar como «cabeza de familia» en el PHOGUE. En los casos en los que el cabeza de familia es inactivo, la persona de referencia pasa a ser el miembro del hogar de mayor edad. En la ECV no existe la figura de la «persona de referencia» ni la del «cabeza de familia», por lo que se ha utilizado como tal a la persona que aparece como «responsable de la vivienda».

**ESTRUCTURA MEDIA DE LA RENTA NETA DE LOS HOGARES**  
Distribución por características de los hogares (a) (b)

CUADRO 2

% de ingresos netos totales						
Características de los hogares	PHOGUE 2001					
	Cuenta Ajena	Cuenta Propia	Capital y propiedad	Desempleo	Jubilación	Otras transferencias
TODOS LOS HOGARES	50,1	10,7	3,4	2,6	26,5	5,5
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 30 años	67,1	9,1	4,0	3,0	7,5	7,7
Entre 35 y 65 años	63,0	12,4	2,9	3,9	10,7	6,4
Mayor de 65 años	8,8	2,2	4,7	0,5	79,4	3,5
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 10	14,3	4,6	10,9	6,5	54,1	9,4
Entre 10 y 25	25,4	6,9	2,6	4,2	51,9	8,7
Entre 25 y 50	52,9	9,4	2,2	2,4	26,8	5,3
Entre 50 y 75	63,8	11,7	1,9	1,7	15,7	3,8
Entre 75 y 90	62,5	14,4	2,4	1,3	12,8	5,3
Entre 90 y 100	63,0	17,3	5,8	0,7	7,7	2,2
Características de los hogares	ECV 2006					
	Cuenta Ajena	Cuenta Propia	Capital y propiedad	Desempleo	Jubilación	Otras transferencias
TODOS LOS HOGARES	54,4	7,6	1,7	2,6	28,2	4,2
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 30 años	83,2	3,9	0,9	3,9	0,9	6,6
Entre 35 y 65 años	71,6	10,1	1,4	3,4	7,2	5,2
Mayor de 65 años	12,3	2,5	2,6	0,8	78,6	1,6
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 10	11,8	4,8	3,6	8,0	63,4	7,8
Entre 10 y 25	28,3	8,0	1,5	3,3	54,9	3,8
Entre 25 y 50	52,9	8,2	1,5	2,3	29,9	3,8
Entre 50 y 75	67,7	7,1	1,1	1,9	15,7	4,1
Entre 75 y 90	71,9	7,9	1,8	1,5	10,3	3,7
Entre 90 y 100	76,0	9,0	2,6	0,7	7,2	2,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.

b. Media de la estructura individual de cada hogar. En los hogares con falta de respuesta en alguna de sus fuentes, los ingresos totales están imputados, pero no la fuente afectada. Por esta razón, en ocasiones, la suma de porcentajes puede no llegar a 100.

los ingresos, si bien, según los datos del PHOGUE, tienen también cierta relevancia las rentas de capital y de la propiedad, que representaban una proporción del 5% de sus ingresos, cifra superior al promedio de la muestra en el año 2000. Esto es coherente con una de las implicaciones de la teoría del consumidor en un marco de incertidumbre, según la cual los individuos de mayor edad manifiestan un interés por mantener activos, incluso en ausencia de un interés por dejar herencia a sus descendientes. Con ello se protegen frente a la incertidumbre sobre la longitud de su vida. La reducida representación que tienen las rentas del capital en la ECV podría estar oscureciendo este aspecto en los datos más recientes (véase el anejo).

La estructura de ingresos en los hogares difiere, asimismo, en función del tramo de renta al que pertenezcan. En los estratos inferiores predominan los ingresos provenientes de pensiones por jubilación, mientras que los ingresos del trabajo por cuenta ajena representan, al menos, la mitad de la renta neta de los hogares situados por encima del primer cuartil. El trabajo por





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.  
b. Media de la estructura individual de cada hogar.

cuenta propia, por su parte, aportaba casi un 15% de los ingresos medios por hogar, con un patrón creciente por nivel de renta según el PHOGUE, y la mitad de ese porcentaje, con una distribución más homogénea por niveles de renta según la ECV. Por su parte, las prestaciones por desempleo representan una parte reducida de los ingresos de los hogares, alcanzando un valor algo más elevado en los estratos inferiores. Es importante señalar, no obstante, las cautelas que deben tomarse a la hora de interpretar el grado de heterogeneidad en las fuentes de ingresos por tramos de renta y de extraer conclusiones sobre la disponibilidad de mecanismos de protección por los hogares que participan en la encuesta. Efectivamente, la heterogeneidad que se observa en los estratos situados por debajo de la mediana es el resultado de la confluencia en estos estratos de un buen número de hogares cuya persona de referencia tiene diferente situación laboral —asalariada, jubilada o inactiva—, más que de la existencia de un mecanismo de protección a través de la diversificación de las fuentes de ingreso.

Por último, si se clasifican los hogares por la situación laboral del cabeza de familia o persona de referencia, la estructura de la renta presenta dos tipos de patrones. El primero se caracteriza por una composición de ingresos muy concentrada en una única fuente, como en el caso de los hogares de jubilados o los de los trabajadores por cuenta ajena (véase

**DIVERSIFICACIÓN DE LA RENTA NETA DE LOS HOGARES.**

CUADRO 3

Variedad de fuentes de renta del hogar por situación laboral y tipo de contrato (a)

% de hogares en cada categoría				
PHOGUE 2001				
	Ninguna	Una	Dos	Tres o más
TODOS LOS HOGARES	0,5	63,3	30,2	6,0
SITUACIÓN LABORAL				
Asalariado	0,0	61,5	32,2	6,3
Autoempleado	0,6	42,9	45,9	10,6
Parado	0,6	41,1	43,4	14,9
Jubilado	0,0	75,8	21,2	3,0
Inactivo	0,3	64,5	28,1	7,2
TIPO DE CONTRATO				
Asalariado con contrato indefinido	0,0	71,2	25,9	2,9
Asalariado con contrato temporal	0,0	58,5	35,7	5,8
ECV 2006				
	Ninguna	Una	Dos	Tres o más
TODOS LOS HOGARES	0,7	62,3	31,6	5,5
SITUACIÓN LABORAL				
Asalariado	0,0	71,2	26,5	2,3
Autoempleado	2,2	39,9	46,1	11,8
Parado	2,5	41,9	43,2	12,4
Jubilado	0,1	61,6	32,0	6,4
Inactivo	1,8	61,1	31,2	6,0
TIPO DE CONTRATO				
Asalariado con contrato indefinido	0,0	72,6	25,5	2,0
Asalariado con contrato temporal	0,0	67,1	29,7	3,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Solo se consideran las fuentes de renta que proporcionan, al menos, un 10% de los ingresos netos.

gráfico 2). En concreto, como se observa en el cuadro 3, con los datos de la ECV 2006, un 70% de los asalariados no tenía ninguna fuente de renta adicional distinta que aportase, al menos, un 10% de sus ingresos totales, y el 62% de los jubilados tenía también una única fuente de renta (véase cuadro 3)<sup>9</sup>. El segundo patrón, en cambio, se caracteriza por un mayor grado de diversificación. Es el caso de los hogares de trabajadores autónomos en los que el trabajo asalariado representa también una parte importante de sus ingresos, ya sea porque ejercen más de una actividad, o bien porque hay otros miembros de la familia que aportan ingresos de esta naturaleza. Efectivamente, algo más del 45% de estos hogares obtienen ingresos que proceden de dos fuentes distintas, cifra que supera la proporción de hogares cuya persona de referencia está autoempleada y solo tienen una única fuente de renta. Asimismo, se observa que los hogares en los que el cabeza de familia está parado también disponen de varias fuentes de ingreso, además del subsidio de paro, lo que les proporciona un mecanismo para suavizar su patrón temporal de consumo, en relación con los momentos en que estaban empleados<sup>10</sup>. De hecho, el porcentaje de hogares de este

9. Debe tenerse en cuenta que, si diversos miembros del hogar reciben rentas de una misma fuente (por ejemplo, remuneración por cuenta ajena), se tratan como una sola fuente a efectos de este análisis. 10. Los hogares con todos sus miembros en paro y, por tanto, con escasa posibilidad de diversificar sus fuentes de renta representaban solo un 2,5% del total, según los datos de la ECV de 2006.

tipo que disponen de más de una fuente de renta es muy similar al de los trabajadores por cuenta propia.

Por último, se aprecian también algunas diferencias en la estructura de ingresos de los hogares en los que la persona de referencia trabaja como asalariada, según el tipo de contrato. Los asalariados con contrato indefinido presentaban una menor diversificación de sus fuentes de renta en el año 2000 —un 85% de su renta procedía del trabajo por cuenta ajena— que los que tenían contrato temporal, cuyas rentas salariales representaban el 75%. Ciertamente, tanto en 2000 como en 2005, la proporción de hogares asalariados con contrato fijo que tenían una única fuente de ingresos superaba a la de los hogares en los que la persona de referencia es un asalariado temporal, si bien en los años más recientes ha aumentado la dependencia de estos últimos respecto a esta fuente de ingreso.

El hecho de que el período temporal de referencia sea un año natural completo puede influir en estos resultados, en los casos de aquellas personas que han variado su situación laboral durante ese tiempo, obteniendo rentas de más de una fuente. No obstante, el propio cambio de situación laboral, bien refleja un deseo auténtico de los individuos de diversificar sus ingresos, o bien recoge la propia existencia de mecanismos establecidos de aseguramiento del perfil temporal de consumo, como los sistemas de protección social.

### **Disponibilidad de ahorro**

En las teorías del consumidor basadas en la optimización intertemporal, el ahorro permite implementar la senda temporal de consumo deseado, al proporcionar la posibilidad de intercambiar consumo presente y consumo futuro. En un marco teórico que admite la existencia de incertidumbre, el ahorro puede constituir, además, un mecanismo de protección o aseguramiento de ese plan de consumo frente a perturbaciones adversas que pueden afectar al mismo, ya sea a través de fluctuaciones en la renta o en otras variables, como los tipos de interés, o bien para proteger el plan de gasto frente a la incertidumbre respecto a la duración del ciclo vital o la necesidad de realizar gastos extraordinarios. Esta posible utilización del ahorro es conocida en la literatura como «ahorro por motivo de precaución».

Cabe esperar que, si el ahorro de los consumidores españoles responde a este tipo de motivaciones, aquellos grupos de hogares que están sometidos a un mayor grado de incertidumbre tengan una mayor predisposición a ahorrar. Aunque el PHOGUE no proporciona información cuantitativa sobre el volumen de ahorro de las familias, incorpora varias preguntas de carácter cualitativo sobre la situación económica de los hogares y alguna, en concreto, sobre su capacidad de ahorrar. Entre estas se han elegido dos para aproximar la capacidad/disponibilidad subjetiva de ahorro. La primera, de carácter dicotómico, se refiere a *si los hogares pueden dedicar algún dinero sobrante al ahorro*, cuyas respuestas son: a) *sí*, y b) *no o muy poco*. A la segunda pregunta (*¿cómo suelen llegar a fin de mes?*), los encuestados pueden responder dentro de un rango de seis categorías, indicativo del grado de dificultad con que sus ingresos mensuales les permiten hacer frente a los gastos de ese período. Esta última pregunta podría estar caracterizando una disponibilidad efectiva de recursos para ahorrar, mientras que la primera puede referirse más a una capacidad potencial que, en ocasiones, puede incorporar también cierta dosis de deseos o propósitos. En cualquier caso, ambas preguntas presentan limitaciones para caracterizar la propensión al ahorro de los hogares. En la ECV se ha simplificado y reducido el cuestionario, de modo que solo se ha mantenido la segunda pregunta y se ha añadido alguna distinta de estas.

La clasificación de las respuestas de los hogares en función de la edad del cabeza de familia resulta coherente con la teoría del ciclo vital. El porcentaje de hogares jóvenes —con una edad inferior a 35 años— que pueden ahorrar es menor que entre los más maduros —entre 35 y 45

% de hogares en cada categoría						
	Hogares que pueden dedicar dinero al ahorro		Hogares que llegan a fin de mes con facilidad (a)			
	PHOGUE		PHOGUE		ECV	
	1995	2001	1995	2001	2004	2006
TODOS LOS HOGARES	34,4	45,9	34,0	45,6	39,5	39,9
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA						
Menor de 35 años	34,2	47,5	25,5	44,8	37,1	34,9
Entre 35 y 45 años	39,9	57,3	35,1	46,1	40,8	41,4
Entre 45 y 65 años	35,8	42,8	37,5	47,5	40,6	41,5
Mayor de 65 años	27,9	25,7	35,7	44,5	37,4	37,2
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 10	14,3	18,4	18,4	21,8	22,2	21,8
Entre 10 y 25	14,8	26,8	19,3	28,7	27,1	26,9
Entre 25 y 50	26,3	43,4	26,0	39,9	33,4	32,4
Entre 50 y 75	39,1	53,4	36,7	51,4	42,9	42,4
Entre 75 y 90	51,4	57,3	46,2	55,8	50,3	53,6
Entre 90 y 100	69,6	72,6	68,6	79,6	58,0	68,5
SITUACIÓN LABORAL						
Asalariado	44,1	55,3	40,7	49,1	43,4	42,8
Autoempleado	41,5	59,3	42,4	60,0	51,7	55,2
Parado	18,8	29,1	13,0	27,6	17,0	16,1
Jubilado	28,8	29,3	38,3	47,1	39,8	39,7
Inactivo	22,7	21,1	29,3	39,2	30,2	30,2
TIPO DE CONTRATO						
Asalariado con contrato indefinido	50,8	60,3	47,4	55,1	47,0	47,2
Asalariado con contrato temporal	31,4	43,6	28,5	39,0	27,8	25,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Porcentaje de hogares que llegan a fin de mes con cierta facilidad, con facilidad y con mucha facilidad.

años— (cuadro 4). A medida que avanzan hacia la edad de jubilación, el peso de los que pueden ahorrar comienza a reducirse, disminuyendo considerablemente entre los mayores de 65 años, que constituyen el grupo con menor posibilidad de ahorro, contrariamente a lo que cabría esperar si el ahorro por motivo precaución fuera relevante en este grupo de edad<sup>11</sup>. La misma situación relativa por grupos de edad se observa en las respuestas a la pregunta sobre facilidad para llegar a fin de mes, aunque las diferencias son menores.

La importancia del ciclo económico se pone, asimismo, de manifiesto en las respuestas a estas dos preguntas, pues el porcentaje de hogares con capacidad de ahorro aumenta sustancialmente entre 1995 y 2001, período en el que la actividad de la economía española mantuvo un elevado ritmo de avance, con un importante impacto sobre la creación de empleo y sobre las rentas de las familias, disminuyendo posteriormente como consecuencia de la desaceleración cíclica del período 2001-2003, si bien la disminución que se observa con posterioridad a 2001 podría estar afectada, en cierta medida, por el cambio de encuesta.

11. Existe evidencia contrapuesta sobre este punto. Por ejemplo, Kennickell y Lusardi (2004) detectan ahorro por motivo de precaución especialmente entre los grupos de mayor edad, mientras que Smith (2004) no encuentra evidencia de este tipo entre dichos grupos de consumidores.

La incidencia del nivel de ingresos sobre la capacidad de ahorro se evidencia claramente en la distribución de estas respuestas por tramos de renta. El porcentaje de hogares que puede ahorrar crece con el nivel de renta, aumentando también la facilidad para llegar a fin de mes. El impacto del crecimiento económico, entre 1995 y 2001, sobre la capacidad de ahorro fue especialmente marcado en los hogares situados entre el percentil 10 y 75 de ingresos netos, siendo algo menor la incidencia sobre los extremos de la distribución. Asimismo, la facilidad para llegar a fin de mes aumentó especialmente en ese intervalo de renta. En el período 2004-2006, que corresponde a una etapa de expansión de la actividad económica, el porcentaje de hogares que llegaron a fin de mes con facilidad también se incrementó, aunque en una cuantía menor, afectando únicamente a los hogares del cuartil superior de renta.

De manera similar, la situación laboral influye sobre la capacidad de ahorro en la medida en que distintas situaciones impliquen niveles de renta también diferentes. Así, los ocupados, ya sean por cuenta propia o ajena, disponen de mayor capacidad de ahorro que los parados y jubilados o los inactivos. No se aprecia, por tanto, un comportamiento diferencial de los grupos de autoempleados y parados, que son los que, en principio, se enfrentan a un mayor grado de incertidumbre en relación con su renta futura. De hecho, en el caso de los parados, el porcentaje de hogares que pueden dedicar algún dinero al ahorro es el más reducido entre los grupos considerados, reflejando, más bien, que la restricción que supone su nivel de ingresos domina sobre un hipotético deseo de ahorro por motivo de precaución<sup>12</sup>. Las respuestas a la pregunta sobre facilidad para llegar a fin de mes ofrecen una situación parecida, aunque la posición relativa de las familias cuya persona de referencia es jubilada es algo diferente, más próxima a la de los asalariados (cuadro 4). La evidencia empírica encontrada en otros trabajos sobre un componente del ahorro de este tipo para los grupos de consumidores más expuestos a situaciones de riesgo es, en general, poco favorable a esta hipótesis<sup>13</sup>.

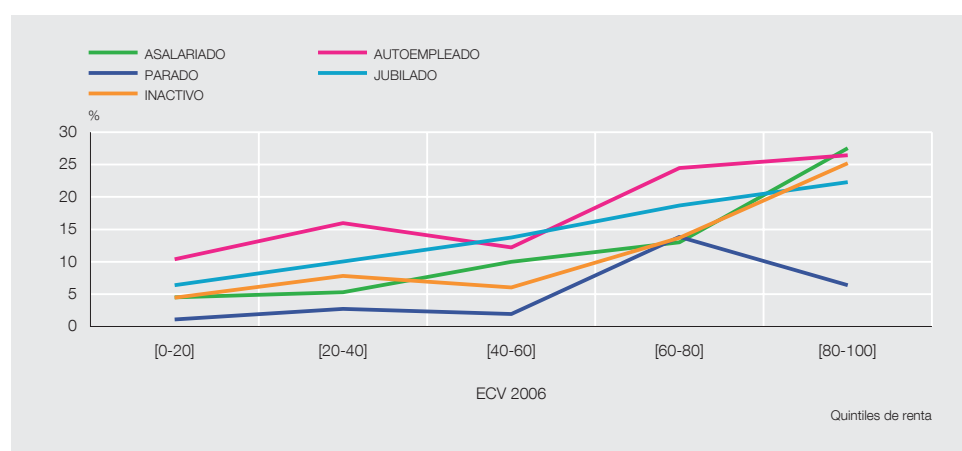
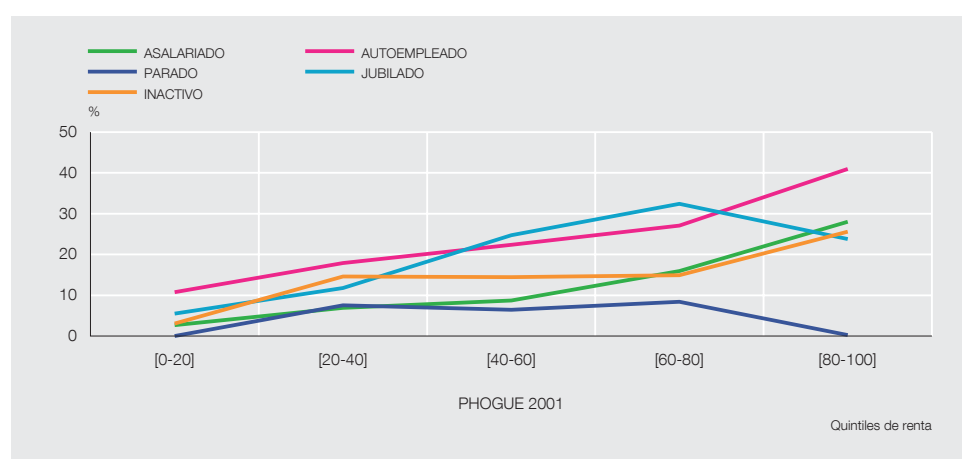
Por otra parte, el propio formato de las preguntas del PHOGUE y de la ECV hace difícil distinguir la propensión o deseo de ahorrar, dado un determinado nivel de renta, de la propia incidencia que esta última variable tiene sobre la capacidad de ahorrar. Con el fin de controlar por el efecto del distinto nivel de renta, se presenta en el gráfico 3 la proporción de hogares que, implícitamente, puede interpretarse que «ahorran» —llegan a fin de mes con facilidad o mucha facilidad—, en cada tramo de renta, distinguiendo su situación laboral. Puede apreciarse que, además del patrón creciente con el nivel de ingresos, el porcentaje de hogares que llegan a fin de mes con facilidad suele ser mayor, en cada tramo de renta, entre los empleados por cuenta propia que en el resto de situaciones laborales, si bien la infrarrepresentación de los ingresos del trabajo por cuenta propia podría estar influyendo en este resultado. Finalmente, se observa que la proporción de hogares que «ahorran» entre aquellos cuya persona de referencia está en paro sigue siendo de las más reducidas.

## Conclusiones

Los datos microeconómicos sobre los ingresos de las familias españolas constituyen una fuente de información relevante para analizar aquellos aspectos que inciden sobre su renta corriente y pueden afectar a su patrón de gasto. No obstante, conviene recordar que esta fuente de información incorpora las características propias de la muestra de hogares que ha

---

12. Un análisis más preciso de la relación entre ahorro y desempleo debería contemplar la posibilidad de que esta no sea contemporánea y que el ahorro precautorio sea previo a la situación de paro. 13. Véase Skinner (1988), que no detecta tasas de ahorro más elevadas entre los trabajadores por cuenta propia y otras actividades sometidas a un mayor riesgo de experimentar perturbaciones adversas. Más recientemente, Japelli et ál. (2006) encuentran evidencia contraria al modelo *buffer-stock* de ahorro —una variante de los modelos de ahorro con incertidumbre—, debido, entre otras razones, al rechazo de esta hipótesis entre los grupos de consumidores susceptibles de experimentar una mayor volatilidad en su renta.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Porcentaje de hogares que llegan a fin de mes con facilidad y con mucha facilidad.

servido de base para su elaboración, pudiendo desviarse, en algunos aspectos, de las de la población a la que representa.

El PHOGUE y la ECV aportan evidencia de que los hogares cuya persona de referencia pertenece a grupos que afrontan un mayor nivel de incertidumbre sobre sus rentas futuras —como desempleados, trabajadores por cuenta propia o asalariados con contrato temporal— cuentan con una estructura de ingresos algo más diversificada, de modo que podrían afrontar perturbaciones adversas específicas que afectaran a alguna de sus fuentes de ingreso. Por el contrario, asalariados y jubilados presentan una estructura de ingresos menos diversificada. Esta correlación entre situación laboral y grado de diversificación de los ingresos puede interpretarse, por un lado, como un mecanismo de protección o cobertura utilizado por esos grupos de consumidores y, por otro, como el resultado de la efectividad de los mecanismos de protección social. En ambos casos, ante *shocks* adversos que puedan incidir sobre determinados componentes de la renta, el impacto sobre esta y sobre las pautas de gasto de estos hogares sería menor que en ausencia de este tipo de cobertura.

Respecto a la distribución de la disponibilidad de ahorro entre los consumidores españoles, la información procedente de las encuestas a hogares señala la importante incidencia de la ren-

ta y del ciclo económico sobre la capacidad de ahorro, así como cierta dependencia de la edad, que parece más coherente con las implicaciones de la teoría del ciclo vital que con la existencia de un ahorro por motivo de precaución. Los datos analizados ofrecen algún indicio sobre la existencia de este tipo de ahorro en el caso de los trabajadores por cuenta propia, aunque es poco concluyente, mientras que en el caso de los desempleados la restricción efectiva que supone el nivel de ingresos domina sobre cualquier hipotético deseo de ahorro para protegerse frente a futuras situaciones adversas.

15.4.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBARRÁN, P., R. CARRASCO y M. MARTÍNEZ-GRANADO (2007). *Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data*, Documentos de Trabajo, n.º 0734, Banco de España.
- ANDRÉS, L., y M. MERCADER (2001). «Sobre la fiabilidad de los datos de renta en el Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE, 1994)», *Estadística Española*, 43, pp. 241-280.
- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- (2007). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- BLUNDELL, R., L. PISTAFERRI e I. PRESTON (2004). *Consumption, Inequality and Partial Insurance*, Institute for Fiscal Studies Working Paper n.º 04/28.
- BOVER, O. (2005). *Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España.
- CUTANDA, A., J. M. LABEAGA y F. MOCHÓN (2006). *Desigualdad en consumo y renta en España y su relación con algunas variables demográficas*, Documento de Trabajo 2006-26, octubre, FEDEA.
- INE (1996). *Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE): Metodología*.
- (2005). *Encuesta de Condiciones de Vida: Metodología*.
- JAPELLI, T., M. PADULA y L. PISTAFERRI (2006). *A Direct Test of the Buffer-Stock Model of Saving*, mimeo, septiembre.
- KENNICKELL, A., y A. LUSARDI (2004). *Disentangling the importance of the precautionary saving motive*, NBER Working Paper n.º 10888.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. (2004). «La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- NICOLETTI, V., y M. PERACCHI (2004). *Survey response and survey characteristics: Micro-level evidence from the European Commission Household Panel*, CEIS Tor Vergata Research Paper Series, vol. 22, n.º 64.
- OLIVER, J., X. RAMOS y J. L. RAYMOND (2001). «Anatomía de la distribución de la renta en España, 1985-1996: la continuidad de la mejora», *Papeles de Economía Española*, n.º 88.
- REDWOOD, V., y M. TUDELA (2004). *From tiny simples do mighty population grow? Using the British Household Panel Survey to analyse the household sector balance sheet*, Working Paper n.º 239, Bank of England.
- RÍO, C. DEL, y J. RUIZ-CASTILLO (1996). «La desigualdad de recursos», en *II Simposio sobre igualdad y distribución de recursos de la renta y de la riqueza*, vol. 6, *La desigualdad de recursos*, Fundación Argentaria, Madrid.
- SKINNER, J. (1988). «Risky income, life cycle consumption, and precautionary savings», *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 237-255.
- SMITH, S. (2004). *Can the retirement consumption puzzle be resolved? Evidence from UK panel data*, Institute for Fiscal Studies Working Paper n.º 04/07.

## ANEJO

### **Comparación del Panel Europeo de Hogares y la Encuesta de Condiciones de Vida con otras fuentes estadísticas**

Además del Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) y de la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), hay varias encuestas que proporcionan información de los ingresos de las familias españolas: la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), para la que se dispone de dos ciclos (el de 2002 y el de 2005), la Encuesta de Presupuestos Familiares —disponible para los años 1973-1974, 1980-1981 y 1990-1991, en su versión más estructural— y la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares —disponible desde 1985 hasta 2005—, con periodicidad trimestral y un menor detalle. Aunque la comparación entre distintas encuestas es un ejercicio complicado, debido a las diferencias en conceptos, definiciones y diseño muestral, se presentan en este anejo (cuadro A1) diversos estadísticos de los ingresos por hogar, que se obtienen a partir del PHOGUE, la ECV y la EFF. Puesto que la Encuesta Financiera ofrece información de ingresos en términos brutos —antes de impuestos y cotizaciones a cargo del empleado—, para esta comparación se han utilizado tanto la información básica sobre ingresos netos —después de impuestos y cotizaciones— que aportan los hogares encuestados en el PHOGUE y la ECV como la conversión a ingresos brutos de estas encuestas.

**INGRESOS BRUTOS POR HOGAR (a)**

Miles de euros

	PHOGUE				EFF (b)				ECV			
	1995		2001		2002		2005		2004		2005	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
TODOS LOS HOGARES	19,7	14,3	29,3	20,4	29,3	22,1	31,2	22,3	26,2	21,6	27,4	22,8
PERCENTIL DE RENTA												
Menor de 20	4,6	4,8	6,4	6,2	7,4	7,6	6,3	6,7	6,6	6,7	7,0	7,2
Entre 20 y 40	10,4	10,7	14,1	14,7	14,8	14,7	14,2	14,1	14,0	14,0	15,0	15,0
Entre 40 y 60	14,3	14,3	20,3	20,4	22,2	22,1	22,3	22,3	21,7	21,6	22,9	22,8
Entre 60 y 80	19,9	19,7	29,3	29,0	33,0	32,5	33,5	33,0	31,7	31,4	33,1	32,9
Entre 80 y 90	28,7	28,3	43,0	42,3	48,4	47,9	50,2	50,0	44,0	43,6	45,5	45,0
Entre 90 y 100	69,7	51,9	110,0	80,5	89,6	74,5	109,1	82,7	69,9	62,5	71,9	64,5
Rango intercuartílico (c)	1,46		1,61		1,79		1,99		1,86		1,74	
Índice de Gini	0,44		0,46		—		—		0,38		0,37	

**INGRESOS NETOS POR HOGAR**

Miles de euros

	PHOGUE				ECV					
	1995		2001		2004		2005		2006	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
TODOS LOS HOGARES	14,5	11,8	21,5	16,8	21,6	18,5	22,4	19,2	23,4	20,2
PERCENTIL DE RENTA										
Menor de 20	4,2	4,5	5,6	5,8	6,0	6,2	6,2	6,5	6,6	7,0
Entre 20 y 40	8,1	8,2	11,3	11,2	12,5	12,5	12,7	12,6	13,6	13,7
Entre 40 y 60	11,8	11,8	16,9	16,8	18,7	18,5	19,2	19,2	20,2	20,1
Entre 60 y 80	16,9	16,8	25,0	24,9	26,4	26,2	27,2	27,0	28,6	28,3
Entre 80 y 90	23,5	23,1	34,9	34,7	35,0	34,7	36,9	36,6	38,0	37,8
Entre 90 y 100	39,2	34,5	61,9	49,8	53,6	47,9	56,7	51,6	58,2	51,8
Rango intercuartílico	1,56		1,73		1,59		1,62		1,58	
Índice de Gini	0,37		0,40		0,35		0,36		0,35	

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.

b. Véase Banco de España (2007).

c. El rango intercuartílico está definido como (p75-p25)/p25.

Según los datos españoles del Panel Europeo, el ingreso bruto medio por hogar en 2000 prácticamente coincide con el de la EFF, aunque este referido a 2001, y el ingreso mediano, en cambio, es más elevado en la Encuesta Financiera. En esta última, los ingresos correspondientes a los tramos de renta que se sitúan por encima de la mediana son más elevados, siendo más reducidas las diferencias entre ambas encuestas en los hogares con ingresos medios/bajos. El hecho de que la Encuesta Financiera presente unos ingresos más elevados en los tramos de renta superiores podría obedecer al propio diseño muestral de esta encuesta, que incorpora un sobremuestreo en esos estratos, para evitar los problemas usuales de infrarrepresentación de este grupo de hogares en relación con su riqueza. El valor más elevado de los ingresos en los estratos superiores de renta conlleva un grado de dispersión de la EFF superior a la del PHOGUE, tal y como refleja el rango intercuartílico.



	PHOGUE 2001 (a)		CNE 2000 (b)		Ratio PHOGUE/CNE
NETO DE IMPUESTOS Y COTIZACIONES (c)	mm euros	%	mm euros	%	%
Ingresos totales	285,4	100,0	363,1		78,6
Rentas del trabajo por cuenta ajena	162,9	57,1			
Rentas del trabajo por cuenta propia + Rentas de la propiedad	43,9	15,4			
Rentas del capital	8,4	2,9			
Transferencias + Prestaciones y otras	69,5	24,3			
Imputaciones	0,8	0,3			
ANTES DE IMPUESTOS Y COTIZACIONES (c)					
Ingresos totales	390,2	100,0	412,6	100,0	94,6
Rentas del trabajo por cuenta ajena	238,6	61,2	240,5	58,3	99,2
Rentas del trabajo por cuenta propia + Rentas de la propiedad	54,5	14,0	68,8	16,7	79,2
Rentas del capital	15,1	3,9	13,9	3,4	108,7
Transferencias + Prestaciones y otras	75,0	19,2	89,5	21,7	83,8
Imputaciones	7,0	1,8			
	ECV 2004 (a)		CNE 2003 (d)		Ratio PHOGUE/CNE
NETO DE IMPUESTOS Y COTIZACIONES (c)	mm euros	%	mm euros	%	%
Ingresos totales	300,1	100,0	424,3		70,7
Rentas del trabajo por cuenta ajena	169,2	56,4			
Rentas del trabajo por cuenta propia + Rentas de la propiedad	22,8	7,6			
Rentas del capital	3,1	1,0			
Transferencias + Prestaciones y otras	68,2	22,7			
Devoluciones – Impuestos	2,2	0,7			
Imputaciones	34,7	11,6			
	ECV 2006 (a)		CNE 2005 (d)		Ratio PHOGUE/CNE
NETO DE IMPUESTOS Y COTIZACIONES (c)	mm euros	%	mm euros	%	%
Ingresos totales	364,3	100,0	484,0		75,3
Rentas del trabajo por cuenta ajena	235,2	64,6			
Rentas del trabajo por cuenta propia + Rentas de la propiedad	34,3	9,4			
Rentas del capital	2,6	0,7			
Transferencias + Prestaciones y otras	80,9	22,2			
Devoluciones – Impuestos	3,6	1,0			
Imputaciones	7,7	2,1			
ANTES DE IMPUESTOS Y COTIZACIONES (c)					
Ingresos totales	424,5	100,0	578,9	100,0	73,3
Rentas del trabajo por cuenta ajena	285,1	67,2	331,1	57,2	86,1
Rentas del trabajo por cuenta propia + Rentas de la propiedad	42,3	10,0	102,2	17,7	41,4
Rentas del capital	3,0	0,7	20,8	3,6	14,4
Transferencias + Prestaciones y otras	83,0	19,5	124,8	21,6	66,5
Imputaciones	11,1	2,6			

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El período de referencia de los ingresos es el año anterior al de la realización de las encuestas.

b. CNE (base 1995). Se excluyen alquileres imputados a la vivienda en propiedad y el consumo de capital fijo.

c. Cotizaciones a cargo de los empleados.

d. CNE (base 2000). Se excluyen los alquileres imputados a la vivienda en propiedad, el consumo de capital fijo y el cambio metodológico derivado de la distribución de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

Para el año 2004 se dispone de información tanto de la ECV como de una segunda ola de la EFF. En esta comparación se mantienen las diferencias señaladas entre la EFF con ingresos de 2001 y el PHOGUE con ingresos de 2000. Por debajo de la mediana, las diferencias son pequeñas, mientras que aumentan en el estrato mediano y en los superiores.

Se dispone, asimismo, de estimaciones macroeconómicas de los ingresos de las familias españolas procedentes de la Contabilidad Nacional (CNE), aunque la comparación de los datos microeconómicos con esta información también plantea dificultades, debido a varias diferencias conceptuales. Por un lado, los alquileres imputados a la vivienda en propiedad no se incluyen ni en el PHOGUE ni aún en la ECV, y sí forman parte de la renta de los hogares en la CNE. Por otro, la información básica de los datos individuales de los hogares se refiere a ingresos netos de impuestos y de cotizaciones sociales a cargo del trabajador, mientras que el desglose por fuentes de ingreso de la Contabilidad Nacional corresponde a ingresos brutos, antes de impuestos y cotizaciones. Además, los ingresos del trabajo por cuenta propia son netos del consumo de capital fijo, mientras que el concepto más usual en la CNE es el de renta bruta —antes del consumo de capital fijo—. Por último, la CNE 2000 incorpora un cambio metodológico, referido a la distribución de los servicios de intermediación financiera (SIFMI), que es preciso deshacer para poder realizar la comparación.

Con el fin de enmarcar la información que proporcionan las encuestas a hogares, en el cuadro A2 se comparan estas con la Contabilidad Nacional. La renta neta total de la muestra del PHOGUE representa algo menos del 80% de la estimación de la renta disponible que ofrece la CNE para el sector de hogares —corregida por diferencias conceptuales—, estando esta relación próxima al 95% con los datos antes de impuestos y cotizaciones. Cuando se comparan estas fuentes estadísticas por tipo de ingreso, se obtiene un panorama muy heterogéneo. Las rentas salariales brutas del PHOGUE y de la CNE son muy similares —la ratio de ambas fue del 99% en el año 2000—, siendo también elevada la relación que ofrecen las transferencias y prestaciones —84%— e, incluso, los ingresos del trabajo por cuenta propia. Estas cifras resultan comparables a las que se obtienen en otros países, como el Reino Unido<sup>14</sup>. En el caso de la ECV se obtienen, en cambio, unas ratios inferiores. Así, las rentas salariales brutas de la ECV representaban, en 2005, un 86% de las estimadas en la Contabilidad Nacional, los ingresos del trabajo por cuenta propia solo un 44% y las rentas del capital apenas un 20%. Incluso las transferencias corrientes y prestaciones representaban solo dos tercios de las recogidas en las cuentas nacionales. Existe, por tanto, una brecha de cierta entidad entre los datos que recoge la ECV y los de la Contabilidad Nacional.

En consecuencia, la estructura de renta por tipo de ingreso que ofrecen estas fuentes estadísticas difiere, en cierta medida. Si bien la estructura que ofrecía el PHOGUE para el conjunto de la población de hogares es similar a la recogida en la Contabilidad Nacional (cuadro A2), en la ECV la participación de los ingresos de los trabajadores autónomos y de las rentas del capital es muy inferior a la que recoge la CNE, quedando sobrerrepresentadas las rentas salariales. Con ello, la evolución temporal de dichas rentas, cuya proporción respecto al total ha ido aumentando según el PHOGUE y la ECV, difiere de la que presenta la CNE, que registra un ligero descenso de la participación de los ingresos del trabajo por cuenta ajena en el período 2000-2005.

---

14. Véase Redwood y Tudela (2004).

LOS EFECTOS DE LA TEMPORALIDAD DE LOS CONTRATOS LABORALES  
SOBRE LA FORMACIÓN DE NUEVOS HOGARES

## Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares

Este artículo ha sido elaborado por Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y Mario García-Ferreira, de NERA<sup>1</sup>.

### Introducción

Las pautas de formación de nuevos hogares en España son distintas de las de algunos de los países de nuestro entorno, como Alemania, Reino Unido o Francia. En primer lugar, la edad media de abandono del hogar paterno es más alta en España que en los países mencionados, y esta diferencia ha aumentado desde los años ochenta. En segundo lugar, la forma mayoritaria de formación de un nuevo hogar ha sido la compra de vivienda, siendo poco frecuente la opción del alquiler. Estas pautas demográficas tienen consecuencias importantes sobre el mercado inmobiliario (caracterizado por un reducido mercado de alquiler), la movilidad en el mercado de trabajo (si los jóvenes viven con sus padres, buscan oportunidades de trabajo en un mercado geográfico muy limitado) y las decisiones de fecundidad (ya que la edad de tenencia del primer hijo suele depender de la de formación del primer hogar).

Una explicación habitual de la baja tasa de formación de hogares entre los jóvenes españoles es la alta temporalidad en el mercado de trabajo. Desde los años ochenta, una proporción creciente de trabajadores menores de 34 años ha tenido contratos temporales, caracterizados por un bajo coste de despido y altas tasas de transición del empleo al desempleo. Dado que la formación de un nuevo hogar supone hacer frente a una corriente de gastos fija (coste de la vivienda, compra de muebles, etc.), si la corriente de ingresos futura es incierta por la probabilidad de perder el empleo, los jóvenes pueden optar por diferir la formación de un nuevo hogar hasta conseguir una situación más estable (por ejemplo, un contrato de trabajo indefinido).

A continuación se describen un método para estimar si la mayor incidencia de los contratos temporales causa realmente una menor tasa de formación de hogares y los resultados de un trabajo reciente que lo aplica, utilizando datos de la Encuesta de Población Activa (EPA). Dichos resultados, junto con los procedentes del análisis de la información del Panel de Hogares Europeo, sugieren que el crecimiento de la temporalidad entre los jóvenes no es una explicación suficientemente significativa a la hora de entender el retraso de la edad de formar un nuevo hogar.

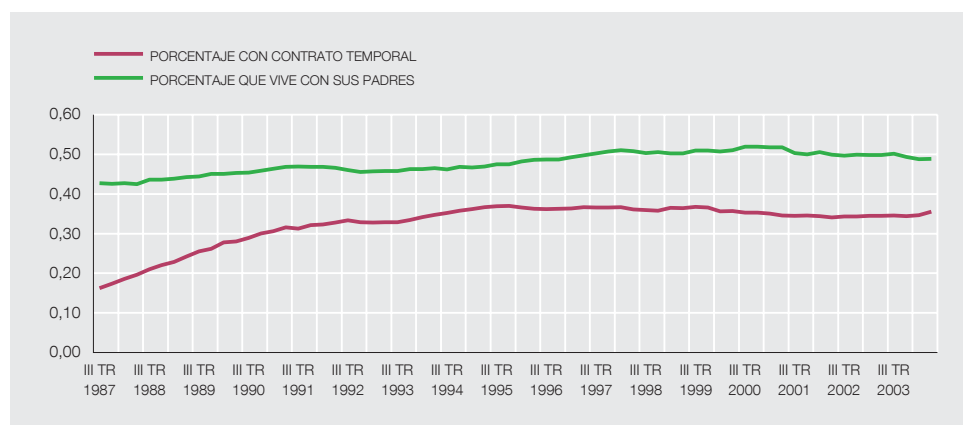
### La estimación empírica de los efectos de la temporalidad en el trabajo sobre la formación de hogares

La decisión relativa a la formación de nuevos hogares depende crucialmente de características individuales, tales como la edad, la existencia de posibles ayudas familiares o el nivel de renta actual y futuro del individuo en cuestión. Una base de datos que contenga toda esta información no suele estar disponible, por lo que la identificación de los efectos de la seguridad laboral sobre la formación de un nuevo hogar depende de algunos supuestos que, al variar entre estudios, producen resultados diferentes<sup>2</sup>.

Por lo que respecta al impacto de la temporalidad sobre la formación de nuevos hogares, el gráfico 1 muestra que la evolución de la tasa agregada de contratos temporales entre 1987 y 2004 es similar a la de la tasa de jóvenes que viven con sus padres, lo que podría apuntar a

---

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo 0737, *Emploment risk and household formation: evidence from differences in firing costs*, de Mario García-Ferreira y Ernesto Villanueva. 2. Por ejemplo, utilizando datos agregados, Becker, Bentolila, Fenandes e Ichino (2007) encuentran que la inseguridad laboral retrasa la formación de hogares entre los jóvenes. No obstante, los mismos autores encuentran un efecto más débil cuando se utilizan datos desagregados.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Se utilizan datos de la Encuesta de Población Activa en el período 1987-2004.

que la temporalidad y el retraso en la formación de un nuevo hogar están relacionados. No obstante, esta evidencia no permite establecer una relación causal entre ambas variables. En primer lugar, la tasa de formación de nuevos hogares entre los jóvenes españoles ya era más baja que en otros países antes de que los contratos temporales se liberalizaran en 1984. En segundo lugar, una correlación entre dos fenómenos no necesariamente implica la existencia de causalidad, puesto que puede haber terceros factores, omitidos, que hagan que ambas variables se muevan en la misma dirección. Por ejemplo, en este caso, pudiera ocurrir que en aquellos mercados laborales locales en los que hay un mayor grado de dinamismo sean elevadas tanto la tasa de conversión de contratos temporales en indefinidos, porque el trabajo es un factor relativamente escaso y las empresas tratan de retener a trabajadores, como la tasa de formación de nuevos hogares, porque una mayor renta laboral esperada induce a los jóvenes a establecer su propio hogar.

Para analizar el impacto causal de tener un contrato indefinido sobre la probabilidad de formar un nuevo hogar se puede utilizar un episodio en el que se produce un cambio drástico en los incentivos a la contratación permanente de un subgrupo de jóvenes. Así, comparando la tasa de formación de hogares entre aquellos jóvenes cuya contratación permanente se ve favorecida con la del resto de jóvenes, se puede inferir el impacto causal de tener un contrato indefinido sobre la formación de hogares.

En un trabajo reciente de García-Ferreira y Villanueva (2007) se utiliza la introducción en 1998 en varias comunidades autónomas de incentivos a la conversión de contratos temporales en indefinidos como base para diseñar un episodio de estas características. La base de datos utilizada es la EPA, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística, que proporciona información con la que se puede identificar qué individuos pertenecen a un mismo hogar en cada trimestre; si trabajan, qué tipo de contrato (temporal o indefinido) regula su situación laboral; y su profesión, sector de actividad y comunidad autónoma de residencia. Utilizando las olas de 1998 a 2001, se selecciona una muestra de trabajadores de entre 20 y 34 años que son hijos del cabeza de familia y que tienen un contrato temporal. Para identificar los casos en los que se produce emancipación, se examina si una persona que se ha observado originalmente como miembro dependiente de un hogar entrevistado por la EPA deja de serlo en un trimestre posterior en el que el hogar paterno sigue siendo parte de la EPA. Combinando la información en la EPA con las disposiciones legales que regulan la obtención de subsidios, es posible

	Efecto de aumento de 1.000 euros de subsidio sobre:		Efecto de la conversión del contrato sobre la probabilidad de formar un nuevo hogar
	Conversión trimestral contrato temporal (b)	Formación trimestral nuevo hogar (c)	
Jóvenes de entre 20 y 34 años que viven con sus padres	0,0032 (0,0012)*	-0,0001 (0,0004)	-0,0266 (0,014)
Jóvenes de entre 25 y 34 años que viven con sus padres	0,0032 (0,0014)*	-0,0000 (0,0006)	-0,0187 (0,058)
Varones de entre 25 y 34 años que viven con sus padres	0,0032 (0,0018)	-0,0002 (0,0007)	-0,0269 (0,048)

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Se utilizan datos de la Encuesta de Población Activa en el período 1998-2001 [véase García-Ferreira y Villanueva (2007)].

Un asterisco denota que el coeficiente es significativamente distinto de cero con un nivel de confianza del 5%.

Variables incluidas en las especificaciones, pero omitidas de la tabla: indicadores de año, tamaño familiar, comunidad autónoma, industria, nivel educativo, si el joven es varón o mujer, tasa de paro en la comunidad autónoma por trimestre.

b. Los coeficientes miden el efecto de un incremento de 1.000 euros en el subsidio sobre la probabilidad de conversión de un contrato de temporal a indefinido.

c. Los coeficientes miden el aumento de 1.000 euros en el subsidio sobre la probabilidad de formar un nuevo hogar.

estimar para cada trabajador el subsidio que la empresa que le contrata obtendría si convirtiera el contrato temporal en indefinido<sup>3</sup>.

Con estos datos, se pueden identificar los efectos de los incentivos a la contratación permanente sobre la formación de nuevos hogares entre los jóvenes en dos pasos. En primer lugar, se verifica que aquellos individuos cuyas empresas obtendrían potencialmente un mayor subsidio en caso de conversión del contrato realmente acaban teniendo una mayor propensión a conseguir un contrato de trabajo indefinido. En una segunda etapa, se examina si aquellos trabajadores cuyo contrato se convirtió en indefinido fueron más propensos a establecer un nuevo hogar.

## Resultados

La primera columna del cuadro 1 presenta las estimaciones mediante un modelo *probit* univariante del impacto de los incentivos a la contratación indefinida sobre la conversión de contratos temporales en indefinidos para distintos grupos de la población<sup>4</sup>. Los resultados sugieren que un aumento en el subsidio a la conversión de 1.000 euros aumenta la tasa de conversión trimestral de contratos temporales en 0,32 puntos porcentuales para todos los trabajadores de entre 20 y 34 años. El efecto es similar para el grupo de entre 25 y 34 años. La segunda columna ilustra cómo varía la propensión a formar un nuevo hogar con el subsidio a la contratación indefinida. La magnitud de los coeficientes estimados es negativa, muy pequeña y no significativamente distinta de cero.

Pero el resultado principal se muestra en la tercera columna del cuadro 1, donde se estima el impacto de la conversión de un contrato en indefinido sobre la formación de hogares usando un modelo *probit* bivalente. Como puede apreciarse, los jóvenes cuyo contrato se convirtió en indefinido no muestran una propensión mayor a formar un nuevo hogar que el resto de los

3. La base de datos sobre la regulación de los incentivos a la conversión que se ha usado en este trabajo fue amablemente facilitada por José Ignacio García-Pérez y Yolanda Rebollo (Universidad Pablo de Olavide). García-Pérez y Rebollo (2007) examinan el impacto de los subsidios sobre la tasa de conversión de contratos temporales en indefinidos utilizando la Muestra Continua de Vidas Laborales. 4. Para mayor detalle sobre esta y sobre el resto de las estimaciones, véase el Documento de Trabajo que aquí se resume.

**FORMACIÓN DE HOGARES ENTRE LOS JÓVENES DE 18 A 35 AÑOS Y TIPO DE TENENCIA DE LA NUEVA VIVIENDA, POR TIPO DE CONTRATO (a)**

CUADRO 2

	Tasa anual de formación de nuevos hogares (b)	Tasa anual de formación de nuevos hogares		
		Vivienda en propiedad (c)	Vivienda alquilada (d)	Vivienda gratuita
ESPAÑA				
Trabajadores con contrato indefinido	7,7	5,33	1,59	0,78
Trabajadores con contrato temporal	6,5	3,46	2,09	0,95
ITALIA				
Trabajadores con contrato indefinido	6,6	3,63	1,85	1,12
Trabajadores con contrato temporal	6,7	3,22	2,14	1,34
FRANCIA				
Trabajadores con contrato indefinido	11,0	1,80	8,70	0,40
Trabajadores con contrato temporal	13,2	1,32	10,69	1,19
PORTUGAL				
Trabajadores con contrato indefinido	6,8	3,67	1,63	1,50
Trabajadores con contrato temporal	5,9	3,01	1,48	1,41

FUENTE: Panel de Hogares de la Unión Europea.

a. Se utilizan datos del Panel de Hogares de la Unión Europea en el período 1994-2001.

b. Número de jóvenes de entre 18 y 35 años que forman un nuevo hogar como porcentaje de los jóvenes empleados que viven con sus padres.

c. Número de jóvenes de entre 18 y 35 años que forman un nuevo hogar y tienen su nueva residencia habitual en propiedad como porcentaje de los jóvenes empleados que viven con sus padres.

d. Número de jóvenes de entre 18 y 35 años que forman un nuevo hogar y alquilan su nueva residencia habitual como porcentaje de los jóvenes empleados que viven con sus padres.

jóvenes. De hecho, el coeficiente estimado es negativo (una conversión exógena del contrato temporal en indefinido reduce la probabilidad de formar un nuevo hogar), aunque no es significativamente distinto de cero.

Con el fin de obtener evidencia adicional sobre el efecto de la temporalidad en el trabajo sobre la tasa de formación de hogares, el cuadro 2 utiliza datos del Panel de Hogares de la Unión Europea para comparar las tasas de formación de hogares entre jóvenes con y sin contrato temporal en Italia, Francia, España y Portugal. Todos estos países han introducido los contratos temporales después de 1980, si bien el uso de dichos contratos fue relativamente mayor en España. El cuadro 2 sugiere que la tasa de formación de nuevos hogares es superior entre los jóvenes con un contrato de trabajo indefinido que entre aquellos que tienen con un contrato de trabajo temporal en España y, en menor medida, en Portugal. En Italia, la tasa de formación de hogares entre jóvenes con contratos temporales y contratos indefinidos es básicamente la misma, mientras que en Francia la propensión a formar un hogar es incluso mayor entre aquellos jóvenes que tienen un contrato de trabajo temporal.

Comparando los resultados entre los países, se puede apreciar que los trabajadores menores de 34 años con un contrato indefinido son más propensos a formar un nuevo hogar adquiriendo la vivienda habitual. Entre los jóvenes con contrato temporal, la opción de alquilar la nueva casa de residencia es relativamente más frecuente, especialmente en Francia. La evidencia mostrada en el cuadro 2 sugiere que la tenencia de un contrato temporal probablemente no afecte tanto a la edad a la que los jóvenes forman un nuevo hogar como a la forma de establecimiento de un nuevo hogar. En concreto, la temporalidad de los contratos laborales parece aumentar la probabilidad de que la primera casa de residencia de un nuevo hogar sea alquilada, en vez de comprada.

## Conclusiones

La tasa a la que los jóvenes españoles de entre 18 y 34 años forman un nuevo hogar ha disminuido desde 1984. Paralelamente, la proporción de jóvenes que trabajan con un contrato temporal (un tipo de contrato que conlleva costes de despido muy bajos) se ha elevado sustancialmente desde 1984. Esta coincidencia temporal ha llevado a muchos analistas a establecer una relación causal entre ambos desarrollos: trabajar con un contrato temporal expone a una mayor probabilidad de perder el empleo, y los jóvenes responden a este mayor riesgo posponiendo decisiones como la de formación de un nuevo hogar, que llevan consigo la obligación de atender una corriente continua de pagos.

No obstante, la evidencia obtenida usando el episodio de la introducción en 1998 de subsidios a la contratación permanente con datos de la EPA sugiere que el cambio de un contrato temporal a otro indefinido tiene, si acaso, un efecto muy limitado sobre la probabilidad de formar un nuevo hogar. Evidencia indirecta del Panel de Hogares de la Unión Europea sugiere, asimismo, que, posiblemente, el cambio de un contrato temporal a otro indefinido no tenga tanto efecto sobre la decisión de formar un hogar o no como sobre la *forma* del nuevo hogar, estimulando la compra de la primera vivienda sobre el alquiler. No obstante, una verificación formal de esta última hipótesis queda pendiente de un estudio más pormenorizado. Los resultados, en todo caso, deben tomarse con cautela, ya que los datos disponibles no permiten un análisis detallado de todos los condicionantes.

15.4.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- BECKER, S., S. BENTOLILA, A. FERNANDES y A. ICHINO (2007). *Youth emancipation and perceived job insecurity of parents and children*, Documento de Trabajo no publicado, CEMFI.
- GARCÍA-FERREIRA, M., y E. VILLANUEVA (2007). *Employment risk and household formation: evidence from differences in firing costs*, Documentos de Trabajo, n.º 0737, Banco de España.
- GARCÍA-PÉREZ, J. I., y Y. REBOLLO (2007). *The use of permanent contracts across Spanish regions: Do regional subsidies work?*, Documento de Trabajo n.º 706, Universidad Pablo de Olavide.



UN MODELO PARA LA PREDICCIÓN EN TIEMPO REAL DEL PIB EN EL ÁREA DEL EURO  
(EURO-STING)

## Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING)

Este artículo ha sido elaborado por Máximo Camacho, de la Universidad de Murcia, y Gabriel Pérez Quirós, del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

### Introducción

La evaluación en tiempo real de la evolución de la situación económica en el muy corto plazo es una tarea compleja. Primeramente, porque las variables macroeconómicas que son necesarias para caracterizar esa situación se publican con bastante retraso, y, en ocasiones, los datos disponibles son incompletos o insuficientes. Pero, además, porque, a pesar de la mayor abundancia y de la disponibilidad más frecuente de indicadores de sentimiento económico o de actividad que proporcionan avances sobre el comportamiento de los agregados macroeconómicos de interés, no es inmediato cómo integrar de forma estructurada la información, a veces contradictoria, que suministran estos indicadores.

Para facilitar esa integración, se están produciendo avances significativos en el desarrollo de modelos de predicción en tiempo real que permiten incorporar las distintas piezas de información relevantes para la previsión de las variables económicas, a medida que dicha información está disponible. En este artículo se presenta un modelo de este tipo, diseñado para la predicción en tiempo real de la tasa de crecimiento del PIB en el área del euro: el EURO-STING (Short Term INDicator of Euro Area Growth)<sup>2</sup>.

De este modo, se presenta en primer lugar una descripción de este modelo. A continuación, se describen los principales resultados de su estimación y se realiza una evaluación de su capacidad predictiva frente a algunas de las alternativas más usadas en el contexto de la previsión económica europea. Finalmente, se apuntan unas breves conclusiones.

### El modelo de predicción

Los llamados «modelos de predicción en tiempo real» utilizan diversos indicadores económicos para realizar una predicción de las variables de interés<sup>3</sup>. En el EURO-STING, el objeto de predicción es la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro durante el trimestre corriente y los dos posteriores. Los datos oficiales sobre dicha tasa los proporciona Eurostat en tres oleadas: i) un anuncio preliminar (*flash*), que se publica seis semanas después del final del trimestre correspondiente; ii) una primera estimación (*first*), que aparece alrededor de quince días más tarde, y iii) una segunda estimación (*second*), que se hace pública alrededor de catorce semanas después del final del trimestre de referencia. Esta segunda estimación es la variable objeto de predicción en tiempo real por el EURO-STING.

La predicción se basa en indicadores que se refieren, bien al sentimiento de los agentes económicos, o bien al comportamiento efectivo de diferentes sectores. Más concretamente, el modelo utiliza indicadores mensuales de actividad económica, como el índice de producción industrial (IPI), el índice de ventas al por menor, el índice de nuevos órdenes industriales (INO), y las exportaciones, que exhiben retrasos en la publicación de entre cuatro y ocho semanas

---

1. Agradecemos a Camilo Alonso Ulloa y a Carlos Vacas su excelente labor de ayuda para la realización de este trabajo y el mantenimiento de las bases de datos en tiempo real. Sin su labor, no hubiera sido posible hacer la evaluación en tiempo real del modelo ni sería posible actualizar continuamente las previsiones. 2. Véase Camacho y Pérez Quirós (2008) para una descripción pormenorizada del diseño, la estimación y los resultados del EURO-STING. 3. El diseño del EURO-STING se inspira en Stock y Watson (1991), Mariano y Murasawa (2003) y Giannone, Reichlin y Small (2006), todos diseñados para la economía de Estados Unidos. Un modelo paralelo al nuestro, para el área del euro se encuentra en Angelini et ál. (2008), donde se utilizan alrededor de noventa indicadores.

con respecto al mes de referencia. Y utiliza también el empleo, como indicador de la actividad económica trimestral, cuyo retraso de publicación es de unas seis semanas. Se incluyen, asimismo, indicadores (mensuales) basados en encuestas, como el indicador de actividad económica de Bélgica (BNB), el indicador de sentimiento económico de la zona del euro (ESI), el indicador del clima económico alemán (IFO) y los indicadores de compra de las empresas (PMIM) y de los servicios (PMIS). En el caso de indicadores basados en encuestas no existe retraso en la publicación de la información, ya que aparecen los últimos días de cada mes al que hacen referencia. También forman parte del conjunto de indicadores del modelo el anuncio preliminar (*flash*) y la primera estimación (*first*) de Eurostat, desde el primer momento en el que están disponibles.

La combinación de diferentes frecuencias, diferentes fechas de publicación, diferentes períodos muestrales y revisiones de las series se lleva a cabo utilizando modelos dinámicos de factores, en los que se descompone cada una de las series en un componente común y en otro idiosincrásico. El modelo permite, además, predecir el comportamiento futuro de cada uno de los indicadores, por lo que es posible analizar el efecto de los cambios inesperados en los indicadores económicos sobre las predicciones del PIB.

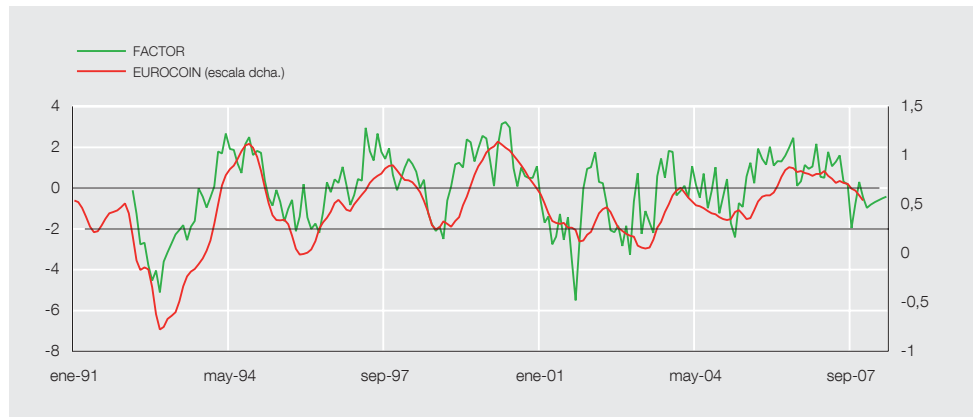
En términos no técnicos, la idea del modelo es que existe un componente común dinámico (el ciclo económico) que ayuda a explicar simultáneamente el comportamiento del PIB y de todos los indicadores, además de un componente idiosincrásico que determina los movimientos que no responden a la dinámica de ese factor común. En estas condiciones, los movimientos de cada indicador ayudan a anticipar, en parte, la tendencia del componente común y, por tanto, del PIB. Además, cuantos más indicadores tiendan a coincidir en anticipar un mismo comportamiento del factor común, mayor será la verosimilitud de que este último se esté moviendo, efectivamente, en la dirección anticipada individualmente por cada uno de ellos. Los detalles técnicos del funcionamiento del modelo se pueden encontrar en Camacho y Pérez Quirós (2008).

## Resultados empíricos

### FUNCIONAMIENTO

EURO-STING permite una actualización diaria de las predicciones. En cada ocasión se predice el dato del PIB para el trimestre más reciente aún no publicado y los dos siguientes. Por ejemplo, con la última información disponible hasta el día 9 de enero de 2008, esto es, poco después del final del cuarto trimestre de 2007 y justo después de publicada la revisión (el *second*) del tercer trimestre de ese ejercicio, se predecía el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2007 y, con un mayor grado de incertidumbre, en los dos primeros trimestres de 2008. Más adelante, una vez publicado el dato revisado del PIB del último trimestre del 2007 e incorporado al modelo, la ventana de predicción se desplaza y cubre los tres primeros trimestres de 2008. En cada actualización del modelo se predice, además, el próximo dato para cada uno de los indicadores. De este modo, cuando se publica cada indicador es posible identificar qué parte del dato publicado ha sido conforme a lo esperado y cuál inesperada, y evaluar el impacto de esta última en la predicción del crecimiento.

Un primer resultado interesante de la estimación del modelo es que, efectivamente, tiende a corroborar que los indicadores económicos utilizados contienen un factor común que se mueve de acuerdo con lo que tradicionalmente se considera «el ciclo europeo». En el gráfico 1 se presenta el factor común estimado por el modelo (escala izquierda) conjuntamente con el Eurocoin (escala derecha), que es un indicador publicado por el CEPR; probablemente, el más usado por la literatura relacionada con el ciclo económico europeo. Como se puede observar en el gráfico, EURO-STING proporciona un factor común cuya dinámica cíclica es similar a la del Eurocoin, lo que sugiere que recoge adecuadamente el comportamiento cíclico del área del euro.



FUENTE: Banco de España.

a. Factor estimado (abril 1992-junio 2008) y Eurocoin (enero 1991-diciembre 2007). El segundo se mide en el eje secundario.

IMPACTO DEL FACTOR COMÚN EN LOS INDICADORES (a) (b)

CUADRO 1

Second	IPI	Ventas	INO	Exportaciones	ESI	BNB	IFO	PMIM	PMIS	Empleo
0,15	0,21	0,06	0,19	0,12	0,05	0,06	0,05	0,07	0,07	0,10
(0,03)	(0,04)	(0,03)	(0,04)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,04)	(0,02)	(0,04)

FUENTE: Banco de España.

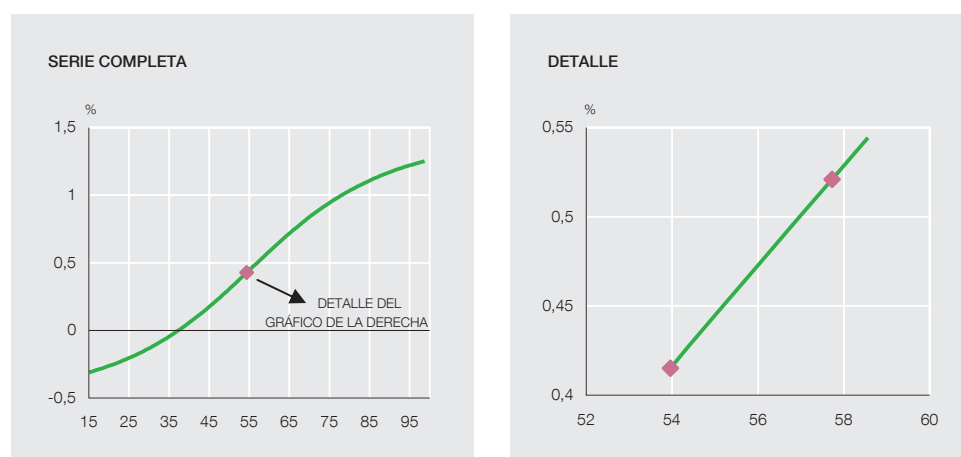
a. Los valores entre paréntesis son las desviaciones típicas.

b. La base de datos usada para la estimación se refiere al 9 de enero de 2008.

En el cuadro 1 se presentan las estimaciones del impacto de ese factor común sobre cada uno de los indicadores que se usan en el modelo, así como sus desviaciones típicas. En todos los casos, las estimaciones son positivas y estadísticamente significativas, lo que indica que los indicadores utilizados tienen un comportamiento procíclico. Sin embargo, se observan notables diferencias en la magnitud de los coeficientes. Los indicadores de actividad económica, como el IPI, el INO y el propio PIB, presentan las estimaciones más elevadas (0,21, 0,19 y 0,12, respectivamente). Sin embargo, el impacto del factor común en los indicadores basados en encuestas está siempre por debajo de 0,07. Este resultado, sin embargo, no puede interpretarse como un síntoma de poca capacidad predictiva de estos últimos indicadores, ya que en un contexto de predicción en tiempo real no solo importa el poder predictivo de cada variable, sino también la inmediatez con la que está disponible. Y los indicadores basados en encuestas son los primeros en estar disponibles y, por tanto, aunque aportan menor contenido informativo que otros, lo hacen en un momento en el que son prácticamente la única fuente de información disponible. De hecho, su peso relativo en la predicción del PIB es muy elevado al comienzo de cada trimestre y va disminuyendo después, conforme comienzan a estar disponibles más indicadores de actividad real que contienen información más precisa sobre la evolución del componente común<sup>4</sup>.

El gráfico 2 presenta un ejemplo de cómo funciona el modelo ante la llegada de una nueva pieza de información. Más concretamente, en este gráfico se ilustra cómo cambió la predicción del PIB ante una sorpresa importante: la realización del PMI de servicios el día 21 de

4. Bańbura y Rünstler (2007) muestran que los indicadores basados en encuestas tienen poco poder de predicción de la producción europea, además de la que ya está incluida en los indicadores de actividad económica.



FUENTE: Banco de España.

a. Predicciones realizadas a 17 de septiembre de 2008.

septiembre de 2007. El valor esperado para esta serie era, de acuerdo con el modelo, de 57,7 y la predicción del crecimiento en el cuarto trimestre de 2007 asociada a ese valor era de un 0,52%. El gráfico muestra, en primer lugar, cómo habría variado la previsión para un rango amplio de posibles realizaciones del PMI de servicios. El valor que finalmente tomó el indicador fue de 54, sensiblemente por debajo del valor previsto, por lo que el EURO-STING interpretó la sorpresa en el indicador como información relevante sobre un comportamiento negativo del factor común y, consecuentemente, modificó a la baja la predicción del crecimiento trimestral del PIB hasta 0,41<sup>5</sup>. Este análisis, que se puede llevar a cabo para todos los indicadores incluidos en el modelo, muestra cómo EURO-STING proporciona un marco integrado para interpretar la novedad y la relevancia de cada nuevo dato, traduciéndolo directamente a implicaciones en términos de más o menos puntos porcentuales del PIB.

El cuadro 2 resume el principal producto que se obtiene del EURO-STING, tomando de nuevo como referencia las predicciones realizadas el 9 de enero de 2008. Con este cuadro se ofrece al lector una visión conjunta de la situación económica actual y de su evolución futura esperada a corto plazo. Además, el análisis de la evolución temporal de estas «fotografías» de la situación en un momento dado permite ilustrar de un modo alternativo el funcionamiento, en tiempo real, del modelo. Más concretamente, el gráfico 3 muestra las predicciones que se fueron realizando para el cuarto trimestre de 2007 en función de la información que fue apareciendo en cada momento. El gráfico permite analizar el impacto de la información asociada a las turbulencias financieras que afectaron a los mercados internacionales en el verano de 2007. El primer día que el modelo proporcionó predicciones del cuarto trimestre fue el 12 de junio de 2007, cuando apareció publicado el dato del PIB del primer trimestre de 2007. Las previsiones eran entonces de un crecimiento del 0,63%. La primera información referente a las turbulencias financieras se encontraba en los PMI de servicios y manufacturas que aparecieron en septiembre, con valores que indicaban caídas de 3,83 y 1,13 puntos, respectivamente, no anticipadas por el modelo. Además, los valores del resto de indicadores de encuestas como BNB, IFO y ESI también representaron caídas no anticipadas de 1,8, 1,6 y 3,1 puntos, respectivamente. Como se puede observar en el gráfico, la respuesta negativa de la previsión del crecimiento no se hizo esperar, llegando a caer al 0,3%. Posteriormente, los in-

5. Ese mismo día cayó la predicción una décima más, debido a la sorpresa negativa en el PMIM.

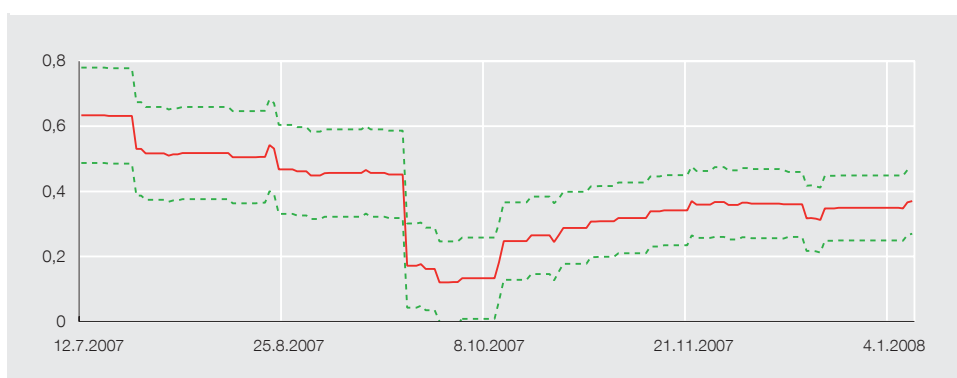
PIB				Indicadores		
	IV TR 2007	I TR 2008	II TR 2008	Serie	Último (b)	Predicción
<i>SECOND</i>	0,37	0,43	0,43	IPI	0,44	-0,06
	(-0,102)	(0,122)	(0,143)	Ventas	-0,50	0,52
				INO	2,54	-1,40
				Exportaciones	0,26	0,02
				ESI	104,70	104,21
				BNB	-1,90	-2,15
				IFO	103,00	102,57
				PMI de manufacturas	52,55	52,49
				PMI de servicios	53,14	53,38
				Empleo	0,28	0,18
				<i>Flash</i>	0,71	0,37
				<i>First</i>	0,71	0,36

FUENTE: Banco de España.

- a. Los valores entre paréntesis son las desviaciones típicas.  
b. Se refiere al último dato conocido del indicador.

## PREDICCIONES EN TIEMPO REAL PARA EL CUARTO TRIMESTRE DE 2007 (a) (b)

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

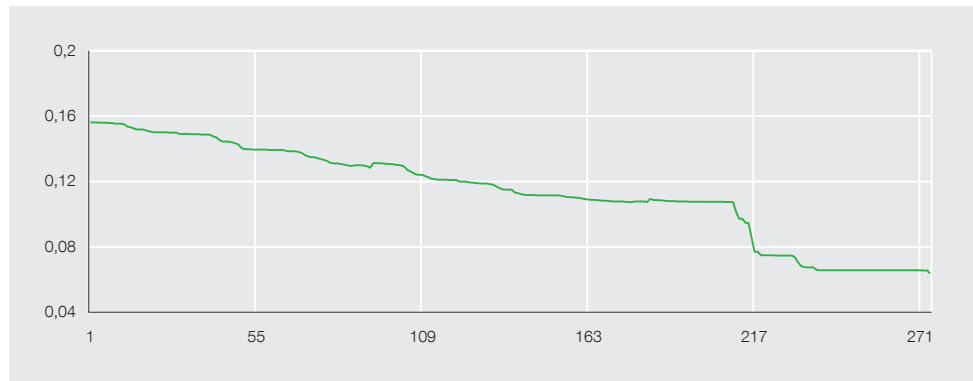
- a. Predicciones desde el 12 de junio de 2007 al 9 de enero de 2008.  
b. Las líneas discontinuas hacen referencia a las bandas de confianza de una desviación típica.

dicadores basados en encuestas mejoraron y la aparición de los primeros datos de actividad económica resultaron positivos (especialmente, el IPI, que creció en agosto un 0,5%), de manera que se la previsión llegó al 0,4% al final de la muestra.

## CAPACIDAD PREDICTIVA

Para evaluar cómo funciona EURO-STING en comparación con herramientas alternativas, se ha construido una base de datos en la que se usa en cada momento del tiempo la información que estaba disponible a esa fecha para hacer la predicción en cada uno de los días comprendidos entre el 2 de enero de 2004 y el 9 de enero de 2008. Usando la primera de esas 411 fechas, se realiza la predicción del crecimiento en la zona del euro en los nueve meses siguientes. El modelo se reestima y se repiten las predicciones hasta la última fecha en la base de datos<sup>6</sup>.

6. El modelo se reestima solo para la primera base de datos de cada trimestre, haciendo la predicción en tiempo real con los parámetros estimados en la primera estimación del trimestre.



FUENTE: Banco de España.

a. La media se calcula para la muestra en la que se calculan las previsiones en tiempo real.

Lógicamente, como en todos los modelos de predicción en tiempo real, el grado de incertidumbre de cada predicción se reduce conforme aumenta el conjunto de información disponible para realizarla. Por ejemplo, en el gráfico 3 se puede observar cómo las bandas de confianza en torno a la tasa de crecimiento anticipada se van estrechando a medida que aparecen nuevos datos de los indicadores. El gráfico 4 se basa en una repetición del ejemplo del gráfico 3 para cada uno de los trimestres predichos por EURO-STING desde el inicio del período muestral. Concretamente, el gráfico muestra la evolución de la desviación típica media de la predicción del crecimiento en cada uno de los 275 días durante los que, por término medio, se realizan predicciones para un trimestre concreto. Como se puede observar, la incertidumbre sobre la predicción va disminuyendo progresivamente gracias a la publicación de indicadores. Durante los primeros 200 días de la predicción, la volatilidad disminuye un tercio, aproximadamente. Alrededor del día en que se publica el anuncio preliminar (*flash*) se produce una drástica reducción de la incertidumbre. Sin embargo, la caída de la volatilidad asociada a la publicación de la primera estimación (*first*) es mucho menor, indicando que parte de la información suministrada por esta estimación ya estaba contenida en los indicadores publicados con anterioridad.

Adicionalmente, en el cuadro 3 se analiza la capacidad predictiva del EURO-STING en relación con la que consiguen otros modelos que predicen el crecimiento de la eurozona en el corto plazo. Entre ellas, se incluyen las predicciones del Eurocoin, del IFO-INSEE-INSAE, de la Comisión Europea, de la OCDE y del DG ECFIN. Es importante tener en cuenta que las predicciones del EURO-STING se actualizan diariamente, mientras que las de otros modelos no lo hacen en meses. Sin embargo, a efectos de esta comparación, se usan las predicciones del EURO-STING del mismo día y con la misma información que utilizan los otros modelos.

En términos del error cuadrático medio de la predicción, EURO-STING produce casi siempre la predicción con una menor desviación del dato efectivamente publicado por Eurostat. En concreto, mejora, a cualquiera de los horizontes considerados, las predicciones del Eurocoin, IFO-INSEE-INSAE y la Comisión Europea. Mejora también las proyecciones del DG ECFIN conforme aumenta el horizonte de predicción, y son incluso comparables a las de la OCDE. Es importante recordar que en este ejercicio de comparación no se está valorando la principal ventaja del EURO-STING: el hecho de que sus predicciones se pueden actualizar diariamente y es posible cuantificar el impacto de cada nueva pieza de información sobre las predicciones.

	I TR PREDICCIÓN	II TR PREDICCIÓN	III TR PREDICCIÓN	TOTAL (b)
Eurocoin	0,083	0,046	0,042	0,057
EURO-STING	0,075	0,030	0,016	0,040
IFO-INSEE-ISAE	0,060	0,071	0,069	0,067
EURO-STING	0,044	0,048	0,037	0,043
Comisión Europea	0,055	0,086	0,068	0,070
EURO-STING	0,028	0,071	0,033	0,044
OCDE	0,019	0,049	0,036	0,035
EURO-STING	0,019	0,048	0,037	0,034
DG ECFIN	0,045	0,044	0,107	0,065
EURO-STING	0,046	0,033	0,052	0,044

FUENTE: Banco de España.

a. Los valores del cuadro son errores cuadráticos medios para el período de predicción IV TR 2000-III TR 2007.

b. La última columna es la media de los tres trimestres de predicción.

Por último, es conveniente comparar la predicción del EURO-STING en relación con la estimada por Eurostat cuando publica el anuncio preliminar (*flash*) y la primera estimación (*first*). El *flash* tiene un error cuadrático medio (en relación con el dato hecho público con el *second*) de 0,024. Con la información del *flash* incorporada, EURO-STING predice con un error cuadrático medio de 0,022. Es decir, aunque la estimación *flash* ofrece un adelanto muy fiable del dato final, si se lo considera como un indicador más de actividad y se complementa con la información de otros indicadores, tal y como hace EURO-STING, la previsión resultante termina estando más próxima aún al resultado final. El resultado es similar para la estimación del *first*. El error cuadrático medio del *first* es 0,022 y la predicción del EURO-STING cuando se incorpora el *first* al conjunto de información presenta error cuadrático medio menor, del 0,014.

## Conclusiones

En este artículo se propone un modelo, el EURO-STING, para la predicción en tiempo real a corto plazo del PIB de la zona del euro. El modelo es suficientemente flexible como para usar indicadores de la actividad económica e indicadores basados en encuestas que pueden presentar distinta frecuencia, retrasos en la publicación de la información, muestras cortas e incluso datos incompletos, y es suficientemente sencillo como para poder realizar una evaluación en tiempo real de su poder predictivo. Este enfoque permite, además, aprovechar eficientemente las ventajas comparativas de los indicadores que, como los basados en encuestas de opinión, aparecen relativamente pronto y de los que, como los adelantados de actividad, tienen un mayor contenido informativo, pero aparecen con mayor retraso.

EURO-STING da lugar a predicciones que son casi siempre más cercanas al valor final de la producción que otros modelos habitualmente utilizados, y tiene, además, dos ventajas adicionales. La primera es que sus predicciones se actualizan diariamente. La segunda, que el modelo hace previsiones no solo del PIB, sino también de todos los indicadores útiles para su predicción, lo que permite evaluar el verdadero contenido informativo de cada pieza de nueva información y analizar cuantitativamente en qué medida modifica las previsiones a corto plazo del PIB de la zona del euro.

15.4.2008.



## BIBLIOGRAFÍA

- ANGELINI, E., G. CAMBA-MÉNDEZ, D. GIANNONE, L. REICHLIN y G. RUNSTLER (2008). «Short term forecast of Euro-area GDP Growth», CEPR 6746, marzo.
- BANBURA, M., y G. RUNSTLER (2007). *A look into the model factor black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP*, ECB working paper n.º 751.
- CAMACHO, M., y G. PÉREZ QUIRÓS (2008): *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of Euro Area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.
- GIANNONE, D., L. REICHLIN y D. H. SMALL (2006). *Nowcasting GDP and inflation: The real-time informational content of macroeconomic data releases*, ECB working paper n.º 633.
- MARIANO, R., y Y. MURASAWA (2003). «A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series», *Journal of Applied Econometrics*, n.º 18, pp. 427-443.
- STOCK, J., y M. WATSON (1991). «A probability model of the Coincident Economic Indicators», en *Leading Economic Indicators: New Approaches and Forecasting Records*, Lahiri and Moore eds.

## INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

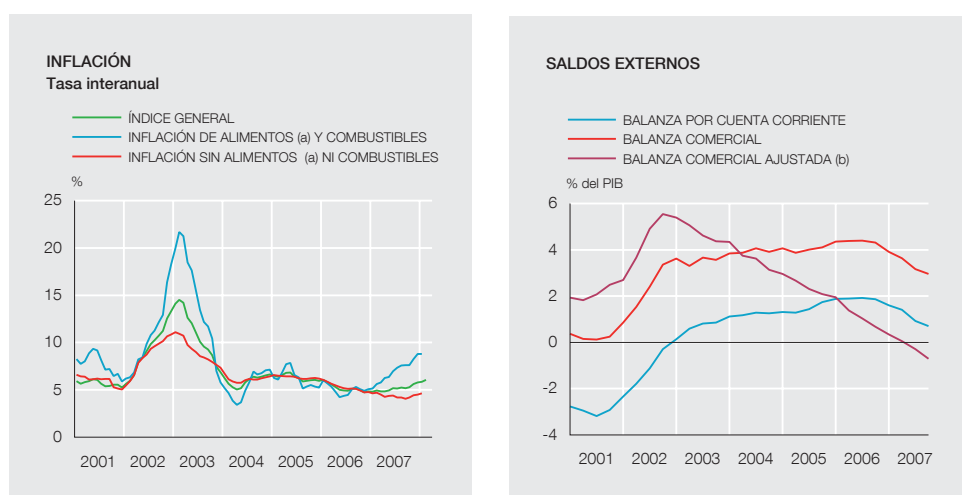
## Introducción

El año 2007 fue para América Latina el quinto año consecutivo de expansión económica. La actividad creció un 5,8% en el conjunto de las siete principales economías de la región, una tasa superior a las registradas en 2006 y 2005, y tan solo un punto inferior al máximo alcanzado en el presente ciclo, a comienzos de 2004. Resulta especialmente destacable que no se apreciaran indicios de moderación en el ritmo de crecimiento de las economías en el segundo semestre, a pesar del deterioro ocurrido en el panorama económico y financiero internacional. De esta forma, apoyadas en la importante reducción de las vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años y favorecidas por el mantenimiento del precio de las materias primas en niveles muy elevados, las economías latinoamericanas han podido sortear un período de profunda inestabilidad en los mercados financieros internacionales, con un impacto muy limitado sobre las condiciones internas de financiación y sobre la economía real, especialmente si se compara con episodios pasados (véase recuadro 1). La desaceleración de la economía estadounidense no ha tenido consecuencias notables a través del canal comercial; ni siquiera en aquellas economías con mayor nivel de integración con Estados Unidos, como México o Centroamérica. Por países, las tasas de crecimiento en 2007 fueron particularmente robustas en Perú (9%), Argentina (8,7%), Venezuela (8,4%) y Colombia (7,5%). Brasil creció a la tasa más alta de los últimos tres años (5,4%), mientras que Chile crecía un 5,1% y México un 3,3%. Todos los países, salvo México y Venezuela, crecieron más que en 2006, y la mayoría de ellos, más de lo esperado al comienzo del año.

Dentro de este contexto netamente favorable, cabría destacar dos rasgos diferenciales en la evolución económica de la región en los últimos seis meses. Por un lado, el repunte generalizado de la inflación —rasgo compartido por la mayor parte de las economías, emergentes y desarrolladas—, debido principal aunque no únicamente a la elevación de los precios de los alimentos, y que ha puesto fin al prolongado período de baja inflación de los últimos cuatro años. El aumento de la inflación, desde mínimos históricos hasta tasas del 6,4% interanual para el promedio de las siete principales economías de la región, ha complicado la gestión de la política monetaria en algunos países, en un contexto en el que la apertura de los diferenciales de tipos de interés frente al dólar ha ejercido una presión adicional sobre los tipos de cambio, cuando estos se encontraban ya relativamente apreciados. Con todo, la inflación, excluyendo los alimentos (elaborados y no elaborados) y la energía, se mantuvo estable (véase gráfico 1), y las expectativas de inflación, aunque han repuntado en los últimos meses, permanecen relativamente ancladas, lo que constituye un factor positivo en la actual fase de madurez del ciclo.

El segundo rasgo diferencial ha sido la reducción del superávit comercial y corriente de la región, por vez primera en los últimos cinco años, como consecuencia del robusto crecimiento de las importaciones, que superó con creces al de las exportaciones, a pesar de que el precio de las materias primas siguió en máximos. Aunque con notables diferencias por países, el resultado ha sido una rápida flexión de las balanzas exteriores en la segunda mitad del año, que ha recortado en dos puntos porcentuales el superávit comercial para el agregado de los siete principales países (del 4,2% del PIB en 2006, al 2,3% en 2007) y ha situado por debajo del 1% del PIB el superávit corriente (véase gráfico 1).

Las perspectivas para 2008 están determinadas, en gran medida, por el contexto internacional. Los últimos meses han sido buena prueba de que América Latina ha sabido capi-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Alimentos elaborados y no elaborados.

b. Estimación de la balanza comercial fijando los precios de importación y exportación como media desde el año 1990 hasta el último disponible.

talizar la mejora de sus fundamentos macroeconómicos y la reducción de sus vulnerabilidades pasadas, mostrando una notable resistencia ante el deterioro del entorno exterior. Sin embargo, dado el grado de integración comercial y financiera, es improbable que la región pueda mantenerse al margen de una desaceleración significativa de la economía mundial. Una de las claves posiblemente la tiene China, que, por su contribución a la demanda de exportaciones global, se perfila como un pilar fundamental no solo para América Latina, sino también para otras economías emergentes, y que, además, puede mantener una cierta inmunidad ante el contagio financiero. Pero, al margen de este factor atenuante, los vínculos comerciales que América Latina mantiene con Estados Unidos, y el riesgo de extensión de la desaceleración hacia otros países industrializados, hacen esperar que, contrariamente a lo sucedido en 2007, la actividad tienda a desacelerarse moderadamente en 2008. La intensidad dependerá principalmente de la profundidad de la desaceleración en Estados Unidos, de la evolución de los precios de las materias primas y del comportamiento del canal financiero. De las tres vertientes se desprenden riesgos a la baja en los próximos trimestres.

## Evolución económica y financiera

### ENTORNO EXTERIOR

Entre septiembre de 2007 y marzo de 2008, el entorno económico exterior vino marcado por las tensiones en los mercados financieros, que se fueron extendiendo progresivamente desde el mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos a otros segmentos y agentes. A comienzos de 2008, las tensiones sobre las bolsas, los mercados de renta fija privada y también —aunque en menor medida— sobre los mercados financieros emergentes se hicieron más significativas. Ante el avance de las tensiones financieras y el rápido deterioro macroeconómico, la Reserva Federal reaccionó imprimiendo un fuerte descenso a sus tipos de interés oficiales, mientras que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón mantuvieron sus tipos. Los tipos de interés a diez años de los bonos del Tesoro americanos se redujeron hasta niveles en torno al 3,50%, reflejando un proceso de «huida hacia la calidad», que también ha contribuido a contener el ascenso del coste de la financiación en América Latina.

Los síntomas de debilitamiento de la actividad en la economía mundial comenzaron a hacerse patentes ya en el cuarto trimestre de 2007. En particular, en Estados Unidos el crecien-

La evolución de las principales variables financieras en América Latina durante el actual episodio de inestabilidad global ilustra que el impacto de la turbulencia ha sido, hasta el momento, mucho más limitado que en episodios anteriores. En este recuadro se compara la evolución de dichas variables en los últimos meses frente a dos episodios previos de inestabilidad financiera global: la crisis rusa — iniciada en agosto de 1998— y el fin de la burbuja tecnológica, a partir de abril de 2000. Ambos episodios fueron clave en la propagación de las graves crisis financieras que afectaron a América Latina durante los últimos años de la década de los noventa y el comienzo de la actual década.

Una de las diferencias principales en la evolución de los mercados financieros latinoamericanos desde el verano de 2007 es que en esta ocasión no se ha desencadenado una intensa retirada de capitales por efectos de «contagio» y de reevaluación drástica del riesgo, en contraste con lo sucedido durante los dos episodios anteriores. Así, como se observa en el gráfico 1, frente al aumento de unos 100 pb registrado por el diferencial soberano en América Latina desde el pasado verano, la crisis rusa originó un aumento de más de 900 pb y el final de la burbuja tecnológica unos 750 pb. De hecho, la ampliación de los diferenciales soberanos durante la crisis rusa fue en torno

a 15 veces superior a la actual en México y Brasil, y, tras el estallido de la burbuja tecnológica, la ampliación del diferencial soberano de Brasil fue más de 20 veces superior a la actual.

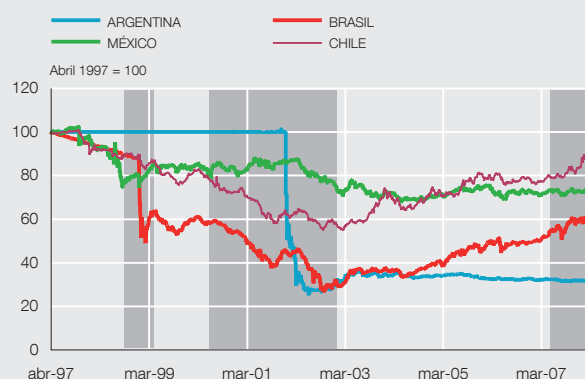
Por su parte, los tipos de cambio de la mayoría de los países de la región han tendido a apreciarse notablemente frente al dólar desde el inicio de las actuales turbulencias, o se han mantenido estables, en un contexto de fuerte acumulación de reservas. Esta evolución contrasta con la fuerte tendencia a la depreciación que tuvo lugar en los dos episodios previos, como se observa en el gráfico 2, y es clave para explicar que las políticas monetarias hayan podido centrarse en sus objetivos internos durante los últimos meses. Finalmente, las bolsas han registrado caídas claramente inferiores a las sucedidas durante la crisis rusa, aunque similares, en la mayor parte de los casos, a las registradas en los primeros compases del estallido de la burbuja tecnológica.

En conjunto, la evolución reciente de los mercados financieros avala una percepción de mejora en los fundamentos económicos de América Latina, extremo que también confirman los indicadores de vulnerabilidad más habituales. Así, resulta destacable que América Latina mantenga en la actualidad un nivel de vulnerabilidad mucho más re-

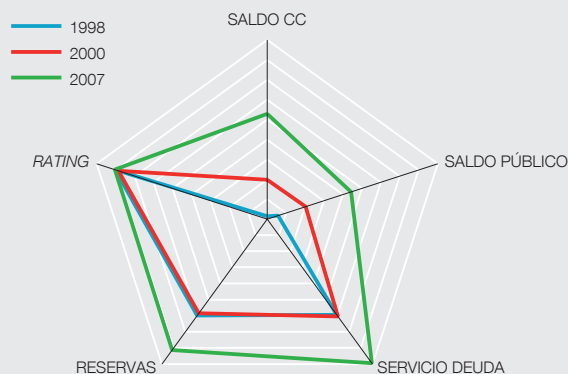
### 1 DIFERENCIAL DE TIPO DE INTERÉS



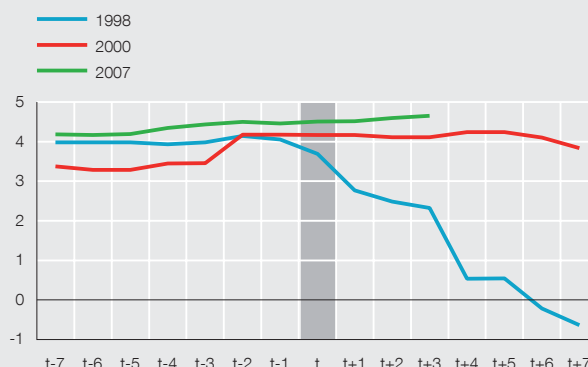
### 2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



### 3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD PARA LA REGIÓN (a)



### 4 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO PARA EL AÑO SIGUIENTE (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Consensus Forecasts, Economist Intelligence Unit y Banco de España.

- a. Las variables están reescaladas para mostrar una mejoría de la situación, como un alejamiento de la figura respecto al origen.  
b. Evolución de cada variable los trimestres o meses anteriores y posteriores al estallido de la turbulencia.

ducido que en el pasado, como se observa en el gráfico 3. Dicha menor vulnerabilidad se refleja en una mejor posición exterior —de hecho, un superávit, frente al déficit por cuenta corriente en los episodios pasados— niveles menores de déficit público y de servicio de la deuda que en el pasado, y un volumen de reservas de divisas mucho más importante. Los *ratings* soberanos no son superiores, en media, a los asignados en los dos anteriores episodios de turbulencia, aunque ello se debe, en gran medida, al sesgo a la baja que introduce el *rating* de Argentina después del impago de su deuda, situándose la mayoría de los otros países en niveles de *rating* más elevados.

En este sentido, uno de los elementos diferenciales más relevantes es, precisamente, el superávit por cuenta corriente. Tanto en 1998 como en 2000-2001, la situación de las balanzas corrientes era fuertemente deficitaria en América Latina, lo que ponía de manifiesto una importante dependencia del crecimiento económico respecto a la financiación exterior. En 1998 el ajuste tuvo lugar a través de una fuerte depreciación de las divisas, que en última instancia mejoró el saldo externo. En cambio, en 2000-2001 la contracción de la actividad en Estados Unidos generó una menor demanda de productos latinoamericanos y una caída de las exportaciones, que retrasó la corrección de la posición exterior, hasta que la recuperación global y

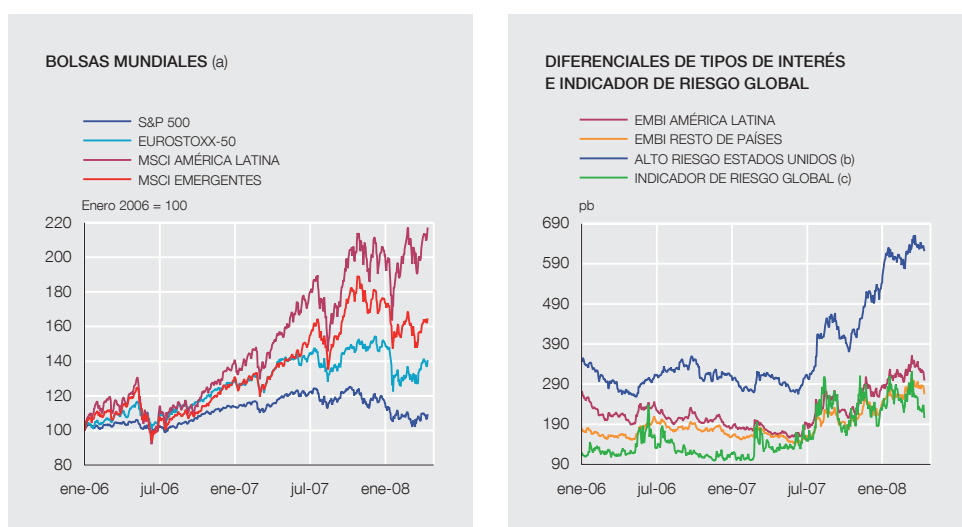
el fuerte crecimiento de las materias primas cambiaron el signo de las balanzas, dando lugar al superávit por cuenta corriente que aún se mantiene (véase gráfico 3). Otra diferencia significativa del actual episodio de inestabilidad es que los flujos de capital hacia la región han mostrado un dinamismo mayor y un ajuste, de momento, mucho más limitado que en los episodios anteriores. Esta evolución contribuye a que persista la disponibilidad de crédito, que también se sustenta, como se señala en el texto, en una amplia disponibilidad de ahorro interno.

Todos estos factores pueden haber contribuido a que las previsiones de crecimiento para el conjunto de la región apenas se hayan visto alteradas en el actual episodio de inestabilidad global. Esta evolución contrasta con la del período posterior a la crisis rusa, en la que la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento resultó prácticamente inmediata y muy significativa (más de cuatro puntos porcentuales después de seis meses), como se observa en el gráfico 4. Tras el fin de la burbuja tecnológica, inicialmente apenas se revisaron las previsiones de crecimiento, sin que esto evitara que en el año 2002 América Latina registrara un crecimiento prácticamente nulo. Este último dato debería servir para evitar ser excesivamente complacientes respecto al impacto final de este episodio de turbulencia sobre América Latina.

to se moderó significativamente como consecuencia de la profundización del ajuste inmobiliario y de una incipiente ralentización del consumo. No obstante, en China y en otras economías emergentes el crecimiento mantuvo su dinamismo. En paralelo, las presiones inflacionistas aumentaron a nivel mundial, coincidiendo con el repunte del precio de las materias primas —en particular, del petróleo y de los alimentos—, aunque la inflación subyacente se mantuvo contenida.

La debilidad de la economía estadounidense y la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con Estados Unidos propiciaron una continuada y generalizada tendencia a la depreciación del dólar —otro aspecto destacado de la evolución financiera internacional en los últimos seis meses—, tanto frente al euro como frente al yen y, en mayor o menor medida, frente a casi todas las divisas de las economías emergentes. Esta debilidad del dólar ha tenido implicaciones importantes sobre los tipos de cambio en América Latina, acentuándose el fortalecimiento de algunas divisas que, en muchos casos, se encontraban ya relativamente apreciadas.

Los mercados financieros emergentes —y, en particular, los mercados bursátiles— mostraron una notable resistencia en la última parte de 2007, pero en enero se produjo una corrección significativa, en paralelo con el descenso de las bolsas en los países industrializados, aunque de menor magnitud. Además, los recortes en Asia y en algunos países de Europa del Este fueron más acusados que en América Latina (véase gráfico 2). Por el contrario, la ampliación de los diferenciales soberanos fue relativamente homogénea entre las distintas regiones emergentes: en los últimos seis meses los diferenciales aumentaron en torno a 90 pb en Asia y en la Europa emergente, solo algo inferior al aumento sucedido en América Latina. Por otra parte, la ampliación de los diferenciales de bonos corporativos de los países industrializados con similar calificación a la de los mercados emergentes ha sido comparativamente mayor, indicando



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

- a. Índices en dólares.  
b. Bono calificación B1.  
c. Volatilidad implícita en opciones del CBOE.

una valoración mucho más desfavorable del riesgo de crédito desde el comienzo de las turbulencias (véase gráfico 2).

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA

El crecimiento del PIB latinoamericano se incrementó en el segundo semestre de 2007, hasta tasas interanuales del 5,8% y del 6,2% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, tras alcanzar un crecimiento algo inferior al 5,5% en la primera mitad del año. Las tasas intertrimestrales son coherentes con ese fortalecimiento, al situarse en media por encima del 1,6% en los dos últimos trimestres, frente al 1% del primer trimestre y al 1,7% del segundo (véanse cuadro 1 y gráfico 3). La expansión económica siguió basándose en el dinamismo de la demanda interna, que alcanzó las mayores tasas de crecimiento de la actual fase expansiva y aportó 8,8 puntos porcentuales al crecimiento en el cuarto trimestre, por encima de su aportación en 2004, el pico del presente ciclo (véase gráfico 3). Por tanto, el patrón de crecimiento seguido desde 2005, consistente en una demanda interna cada vez más robusta y un drenaje cada vez mayor de la demanda externa al crecimiento, pero de magnitud relativamente reducida, se acentuó. El dinamismo de la demanda interna fue debido tanto al comportamiento de la inversión como, sobre todo, a la fortaleza del consumo privado. Por el contrario, la contribución de la demanda externa se deterioró adicionalmente, restando 2,5 pp al crecimiento a final de año, en un contexto de cierta desaceleración de las exportaciones, pero, sobre todo, de fuerte impulso de las importaciones. Las aportaciones de los distintos países al crecimiento de la región experimentaron un cierto cambio respecto a 2006, con una mayor contribución de las grandes economías de América del Sur (Brasil y Argentina, que entre ambas explican 3,3 pp del crecimiento regional) en detrimento de México, que redujo considerablemente su aportación al crecimiento, hasta 0,9 pp.

Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a los primeros meses de 2008 presentan algunas disparidades. Por un lado, algunos indicadores de consumo (confianza, ventas al por menor) de México acusan el debilitamiento de la economía estadouni-

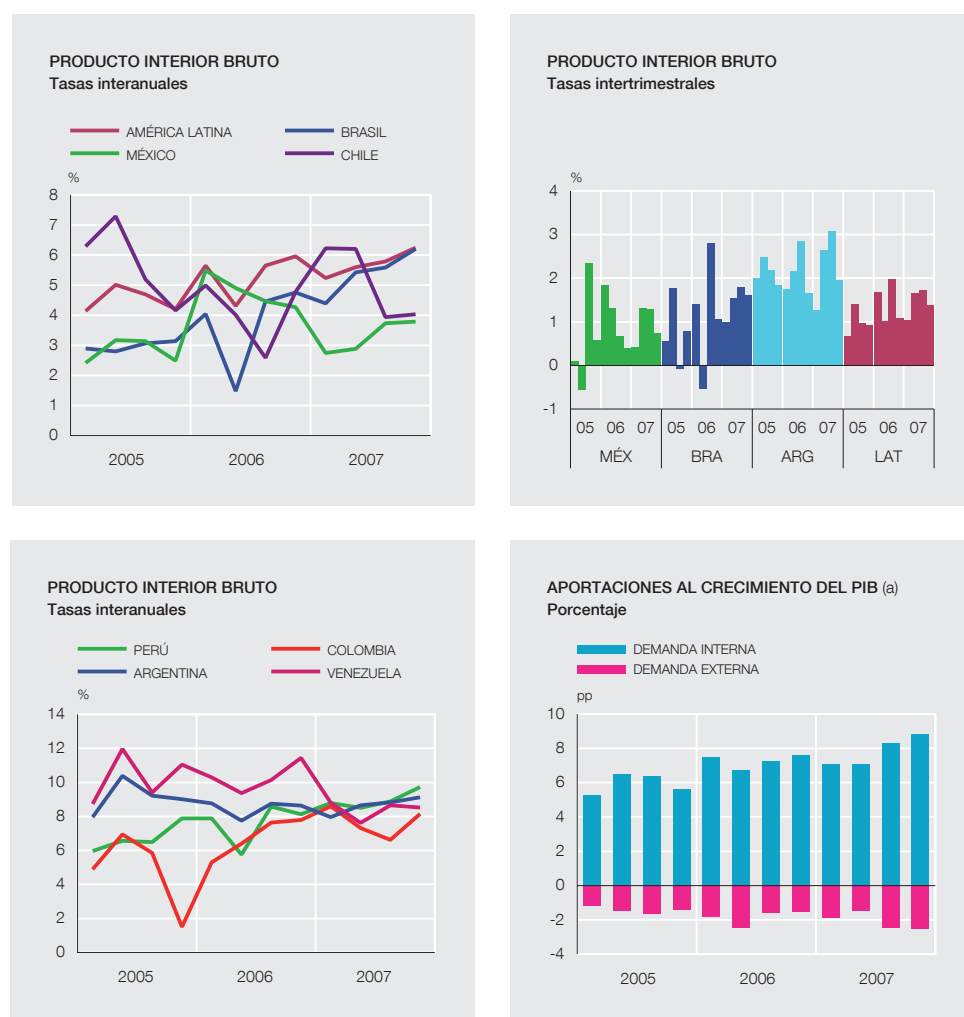
	2004	2005	2006	2007	2006				2007			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,2	4,5	5,4	5,8	5,6	4,3	5,6	5,9	5,2	5,6	5,8	6,3
Argentina	9,1	9,2	8,5	8,7	8,8	7,7	8,7	8,6	8,0	8,6	8,8	9,1
Brasil	5,7	3,2	3,7	5,4	4,0	1,5	4,5	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2
México	4,2	2,8	4,8	3,3	5,5	4,9	4,5	4,3	2,7	2,9	3,7	3,8
Chile	6,0	5,7	4,0	5,1	5,0	4,0	2,6	4,3	6,2	6,2	3,9	4,0
Colombia	4,9	4,7	6,8	7,5	5,4	6,4	7,6	7,8	8,6	7,3	6,6	8,1
Venezuela	19,4	10,3	10,3	8,4	9,8	9,4	10,1	11,4	8,8	7,6	8,6	8,5
Perú	5,2	6,7	7,6	9,0	8,0	6,5	9,2	8,1	8,8	8,5	8,9	9,7
Uruguay	12,0	6,6	7,0	7,4	7,1	7,9	7,2	6,1	6,6	3,9	9,6	9,3
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,0	6,3	5,2	5,2	5,8	5,1	5,0	4,8	4,9	5,0	5,2	5,5
Argentina	4,4	9,6	10,9	8,8	11,6	11,4	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6	8,5
Brasil	6,6	6,9	4,2	3,6	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,3	4,0	4,3
México	4,7	4,0	3,6	4,0	3,7	3,1	3,5	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8
Chile	1,1	3,1	3,4	4,4	4,1	3,8	3,5	2,2	2,7	2,9	4,8	7,2
Colombia	5,9	5,0	4,3	5,5	4,3	4,0	4,6	4,3	5,2	6,2	5,3	5,4
Venezuela	21,7	16,0	13,6	18,8	12,6	11,2	14,6	16,2	19,0	19,5	16,2	20,0
Perú	3,7	1,6	2,0	1,8	2,4	2,3	1,8	1,5	0,4	0,8	2,4	3,5
Uruguay	9,2	4,7	6,4	8,1	6,4	6,4	6,6	6,2	7,0	8,1	8,7	8,6
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB)												
América Latina (a)	-1,0	-1,0	-0,7	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5
Argentina	2,6	1,8	1,8	1,1	1,4	1,5	1,8	1,8	1,5	1,6	1,7	1,1
Brasil	-2,3	-2,8	-2,9	-2,2	-3,2	-3,0	-3,1	-2,9	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2
México	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	0,1	0,7	0,4	0,1	0,0
Chile	2,4	4,7	8,0	8,7	6,1	6,6	7,9	8,0	7,9	8,6	8,7	8,9
Colombia	-4,5	-5,0	-3,7	-3,3	0,2	0,6	1,8	-3,7	-3,2	-2,1	-2,7	-3,4
Venezuela	-2,1	2,0	0,0	—	-1,3	-5,5	-3,7	-1,5	-1,3	1,2	1,0	—
Perú	-1,3	-0,7	1,4	1,1	-0,1	0,7	1,0	1,4	1,5	1,2	1,7	1,8
Uruguay	-2,0	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	0,3	0,7	-0,3
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)												
América Latina (a)	48,0	41,0	39,1	36,0	40,4	38,6	39,0	38,7	38,1	37,4	36,7	36,0
Argentina	120,3	70,7	64,2	55,5	69,0	59,1	59,9	59,8	61,5	59,1	55,8	55,5
Brasil	47,0	46,5	44,7	42,8	46,6	45,5	45,0	44,7	44,7	43,9	43,2	42,8
México	21,3	22,4	23,2	24,1	21,7	21,3	23,9	23,2	23,3	23,9	24,3	24,1
Chile	10,0	6,8	5,3	5,5	6,2	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	4,4	5,5
Colombia	47,0	46,6	44,8	—	46,9	47,7	45,6	44,8	42,7	42,2	41,7	—
Venezuela	53,3	48,2	41,9	30,1	36,1	38,2	40,0	41,9	31,7	29,9	28,2	30,1
Perú	44,3	37,8	32,7	29,3	36,1	35,0	33,1	32,7	30,8	29,6	30,8	29,3
Uruguay	100,7	83,8	70,9	—	73,1	74,9	75,5	70,9	66,4	71,6	72,9	—
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB)												
América Latina (a)	1,3	1,7	1,8	0,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,6	1,4	0,9	0,7
Argentina	2,1	3,1	3,6	2,8	3,6	3,3	3,2	3,5	3,4	3,3	2,7	2,8
Brasil	1,8	1,6	1,3	0,3	1,5	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	0,7	0,3
México	-1,0	-0,7	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8
Chile	2,2	1,2	4,7	4,4	1,7	2,8	3,9	3,6	5,9	5,7	5,0	4,4
Colombia	-0,9	-1,5	-2,3	-3,4	-1,7	-2,0	-1,9	-2,3	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6
Venezuela	15,3	22,2	19,5	11,7	23,6	24,2	22,5	19,5	15,9	13,3	11,7	11,7
Perú	0,0	1,4	3,0	1,4	1,0	1,3	2,2	2,8	2,9	2,9	2,1	1,5
Uruguay	-0,8	0,2	-2,2	-0,8	0,2	-0,3	-1,0	-2,2	-1,3	-0,7	-1,1	-0,8
DEUDA EXTERNA (% del PIB)												
América Latina (a)	38,5	26,5	22,4	21,6	25,4	23,2	23,2	23,1	22,8	22,9	22,4	21,6
Argentina	107,6	59,1	47,5	47,3	56,1	48,1	49,1	47,5	50,6	50,8	48,9	47,3
Brasil	28,9	19,2	16,1	14,7	17,6	15,8	15,4	16,2	16,4	16,4	15,9	14,7
México	18,9	15,4	13,4	12,6	15,2	15,4	15,3	13,4	13,8	13,3	13,2	12,6
Chile	41,7	33,5	32,0	34,0	32,8	31,5	33,1	32,0	32,3	33,0	33,9	34,0
Colombia	40,2	31,3	29,5	26,0	30,0	28,9	28,2	26,5	24,9	25,5	25,6	26,0
Venezuela	42,5	39,1	30,2	32,4	31,3	28,9	29,2	29,6	30,9	31,9	32,0	32,4
Perú	42,0	35,3	28,2	28,7	34,3	28,8	29,3	28,2	28,9	29,5	29,3	28,7
Uruguay	87,6	68,6	54,6	—	58,6	59,3	59,0	54,6	50,3	54,7	55,2	—

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.



Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales



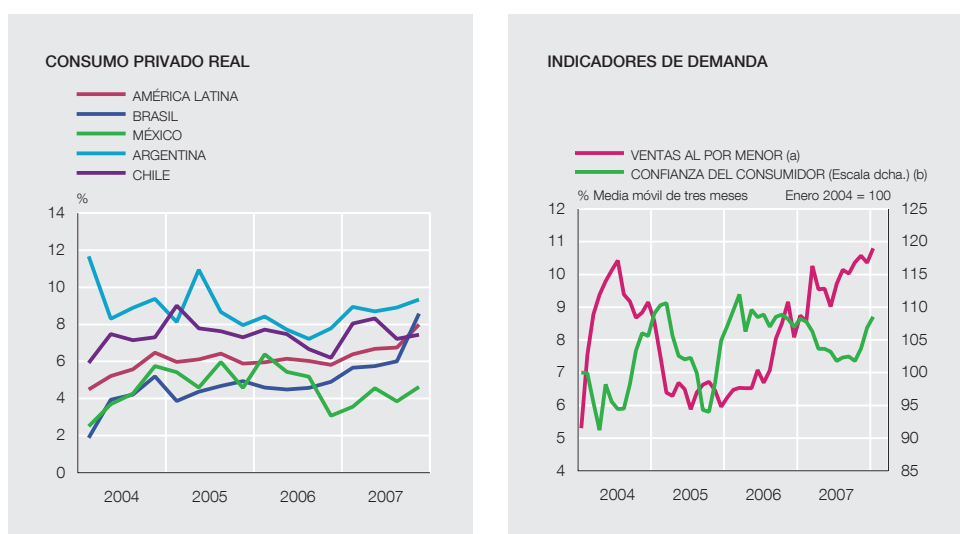
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

dense, si bien la producción industrial y el comercio exterior no confirman con claridad esta tendencia. Algo similar sucede en Chile, aunque por motivos distintos (el repunte de los precios, el endurecimiento de la política monetaria sucedido a lo largo de 2007 y el aumento del coste de generación eléctrica). Sin embargo, en varios países (Argentina, Brasil y Perú) los indicadores de demanda han seguido ofreciendo señales claras de robustez a comienzos de año, impresión que confirman los indicadores de consumo y confianza agregados para los siete principales países de la región (véase gráfico 4) y la producción industrial.

En los últimos dos trimestres, el consumo privado se aceleró de forma relativamente generalizada, con la excepción de Chile, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 8% en el cuarto trimestre, dos puntos superior a la media de 2006 (véase gráfico 4). Detrás de esta evolución se encuentra el buen comportamiento del mercado de trabajo en los cuatro últimos años, que ha permitido una reducción de la tasa de desempleo hasta niveles que no se observaban desde comienzos de los noventa (6,9% de la población activa), la moderada elevación de los salarios reales y un aumento significativo de la disponibilidad del crédito al consu-

## Tasas interanuales, media móvil de tres meses de la tasa interanual e índices



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

b. Argentina, Brasil, México, Chile y Perú.

mo. Resulta particularmente notoria la evolución del consumo privado en Brasil, que se ha visto apoyada, además, por la fuerte reducción de los tipos de interés ocurrida en los últimos años.

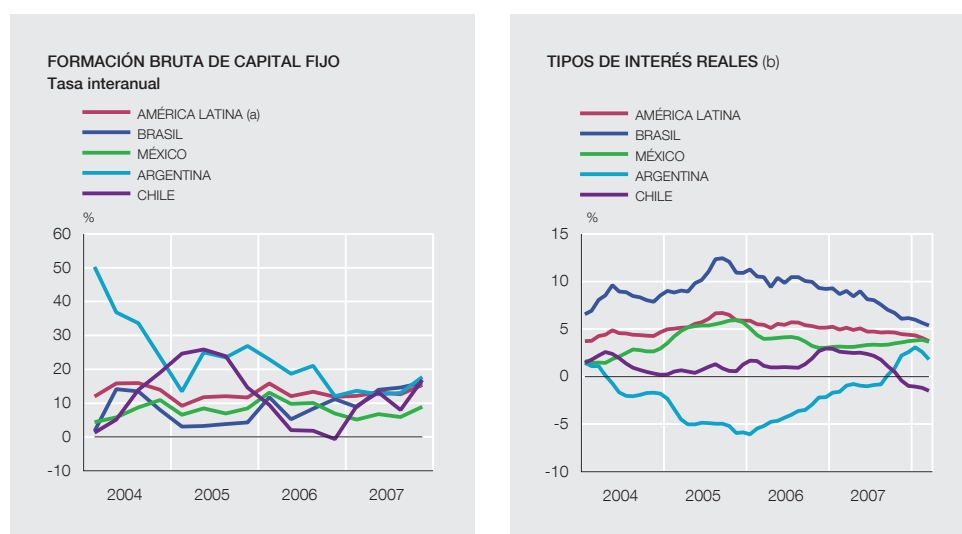
Por su parte, la inversión se mantuvo un semestre más como el componente más dinámico de la demanda interna, anotando un crecimiento superior al 15% interanual en el cuarto trimestre, de forma que la región acumula ya cuatro años consecutivos en los que la inversión ha crecido por encima del 10% (véase gráfico 5). En la mayoría de los países este dinamismo se concentra en el componente de bienes de equipo, si bien la construcción ha seguido teniendo un papel muy importante en Chile o Colombia. El proceso inversor ha continuado estando financiado por ahorro interno —como lo demuestra el mantenimiento de un superávit corriente (aunque decreciente)—, lo que ha podido contribuir a que no se observara un deterioro general en la evolución económica en el segundo semestre, pese al empeoramiento del entorno global. A ello se añade el hecho de que el crédito concedido por el sistema bancario ha seguido estando financiado, fundamentalmente, a partir de la base de depósitos, lo que proporcionaría un margen en situaciones de menor acceso a la financiación exterior (véase gráfico 6). En este sentido, aunque el crédito al sector privado ha ofrecido señales de moderación en numerosos países desde finales de 2007, las tasas de crecimiento se mantienen muy elevadas en términos reales, en torno al 25% interanual en el promedio de los siete principales países de la región (véase recuadro 2). A medio plazo, sin embargo, el aumento de la incertidumbre exterior y, en la vertiente interna, la consolidación de un ciclo alcista en los tipos de interés podrían ralentizar algo las tasas de crecimiento de la inversión, que han sido excepcionalmente altas en los últimos años para los estándares de la región.

Respecto a la demanda externa, cabe destacar la fuerte aceleración de las importaciones en volumen, hasta tasas interanuales cercanas al 20% a finales de año (dos puntos superiores a las de 2006), en un contexto de acentuación del dinamismo de la demanda interna y de fortaleza de las monedas. Por su parte, el volumen exportado se mantenía en tasas de crecimiento similares a las de 2006, en el entorno del 6% (con la excepción importante de Venezuela, donde las

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y TIPO DE INTERÉS REAL

### Tasa interanual y tanto por ciento

GRÁFICO 5



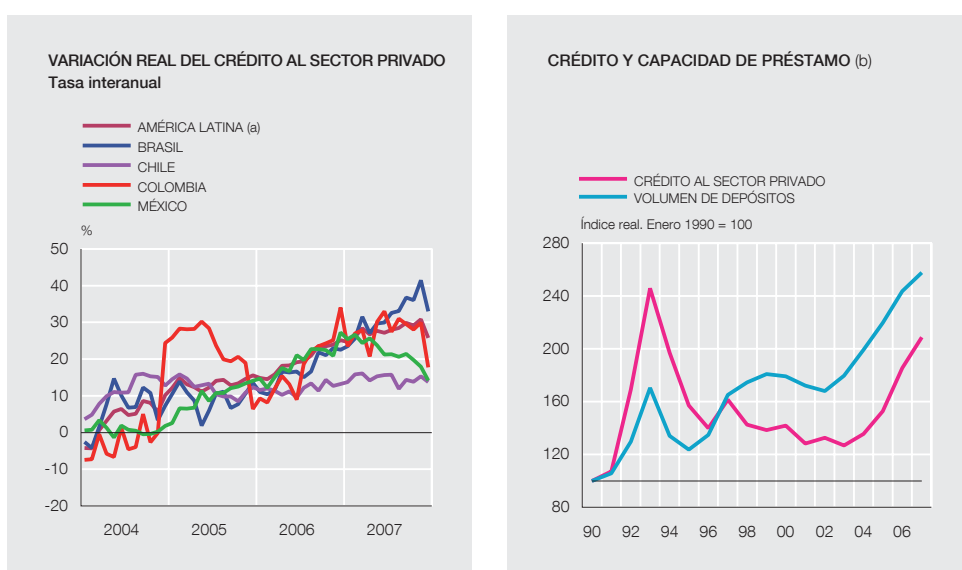
FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a. Siete mayores economías.  
b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

## CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

### Tasa interanual e índice real

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Siete principales economías.  
b. Argentina, Brasil, México y Chile.

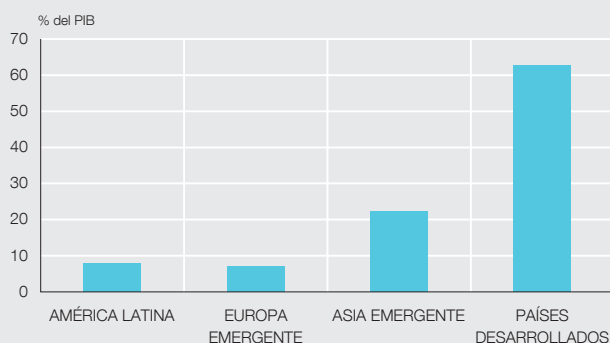
Para que la financiación de la vivienda sea viable y sostenible, debe ofrecer rentabilidad a los acreedores que participan en el mercado y debe ser adecuada a la capacidad de pago de los potenciales deudores a lo largo de la vida de la hipoteca. Ambos objetivos no parecían compatibles en América Latina antes de la década de los noventa, de forma que el sistema de financiación de vivienda en la región consistía fundamentalmente en bancos hipotecarios estatales financiados con fondos de ahorro obligatorios, constituidos a partir de impuestos sobre nóminas, contribuciones impuestas al resto del sistema financiero, transferencias desde otros entes públicos y asignaciones obligatorias de crédito bancario a la financiación de la vivienda. Además, muchos gobiernos en la región utilizaron subsidios para hacer el crédito hipotecario más accesible a los prestatarios de menores recursos. En muchos casos estos programas se administraron de forma ineficiente y regresiva.

Existe otra serie de razones por las cuales la financiación de la vivienda en América Latina no se desarrolló adecuadamente en las últimas décadas. En primer lugar, la inestabilidad macroeconómica y financiera impidió un desarrollo suficiente de los mercados financieros de largo plazo. Además, al estar los tipos de interés hipotecarios determinados oficialmente (a un nivel fijo y relativamente reducido), los bancos públicos vieron disminuir su capacidad de generar de forma

autónoma suficientes recursos, sin que en ocasiones pudieran ser recapitalizados, dadas las restricciones fiscales a las que se enfrentaban los gobiernos. En segundo lugar, la regulación inadecuada de los derechos de propiedad y de los derechos de los acreedores (protección legal sesgada a favor del deudor), así como la interpretación de los mismos por parte de los tribunales, elevó el coste de recuperación del colateral y dificultó la ejecución de las garantías del préstamo. Por último, la desigual distribución de la renta y la elevada informalidad laboral llevaron a que potenciales compradores de viviendas no tuvieran o no pudieran demostrar ingresos suficientes para la concesión de un crédito.

El resultado de todo lo anterior es que el volumen de créditos hipotecarios en los países de la región es muy inferior a lo que le correspondería dada su renta per cápita o si se compara con otras regiones (véase gráfico 1). Además, tal y como se aprecia en el gráfico 2, el crédito hipotecario no supera el 15% del total de crédito en la mayoría de los países. Otros indicadores subrayan el escaso desarrollo del crédito hipotecario; así, solo uno de cada cuatro hogares en la región utiliza financiación formal para adquirir una vivienda y la mayor parte de las familias construye sus casas de manera informal y gradualmente durante un período de 5 a 20 años, financiando su construcción a través de fuentes muy diferentes.

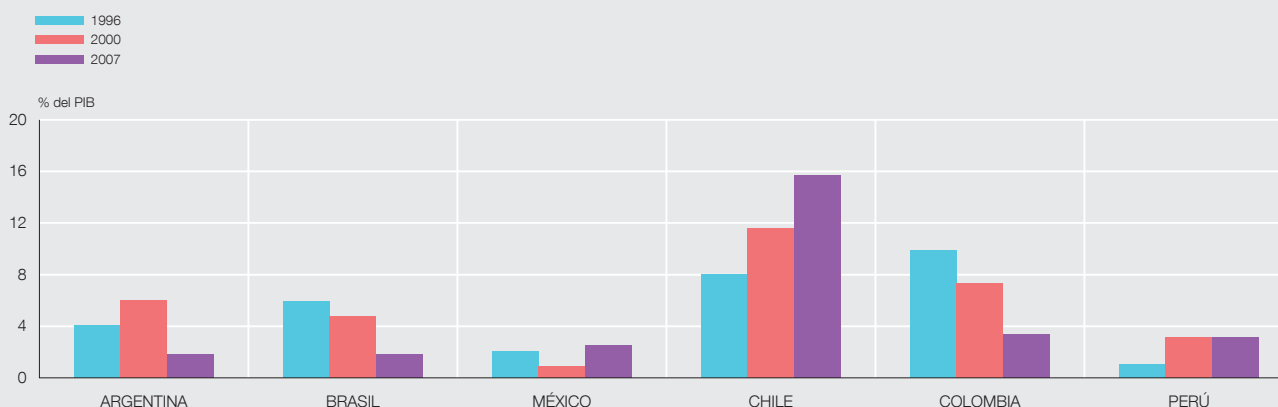
### 1 CRÉDITO HIPOTECARIO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



### 2 CRÉDITO HIPOTECARIO



### 3 CRÉDITO HIPOTECARIO



FUENTES: Bancos centrales y superintendencia bancaria.

Sin embargo, una vez superadas las crisis económicas y financieras por las que atravesaron casi todos los países de la región en la segunda mitad de los noventa y primeros años de esta década, se ha producido un importante despegue del crédito en general, y también del hipotecario. Como factores claves de dicho despegue cabe citar la estabilidad macroeconómica, el desarrollo de los mercados de capitales y el papel de los fondos de pensiones como proveedores de ahorro. Pero, además de estos factores, han contribuido otros más estructurales y de tipo microeconómico, como la liberalización y privatización de los sistemas financieros, el saneamiento de las entidades financieras y la mejora en la gestión de riesgos, que en parte son consecuencia de la apertura al exterior de los sistemas bancarios. Por otro lado, un fenómeno que también ha ayudado al desarrollo ha sido la toma de conciencia de que los programas de subsidios deben ser transparentes, progresivos y condicionales al ahorro previo de las familias beneficiarias. Como consecuencia de todo ello, se ha producido una importante reducción de los tipos de interés hipotecarios, un aumento del plazo de los créditos (hasta superar los 25 años en algunos países) y un aumento de su disponibilidad en moneda local, si bien, dado el pasado de la región, todavía es muy destacable el peso de los esquemas de amortización indexada a la inflación (Chile).

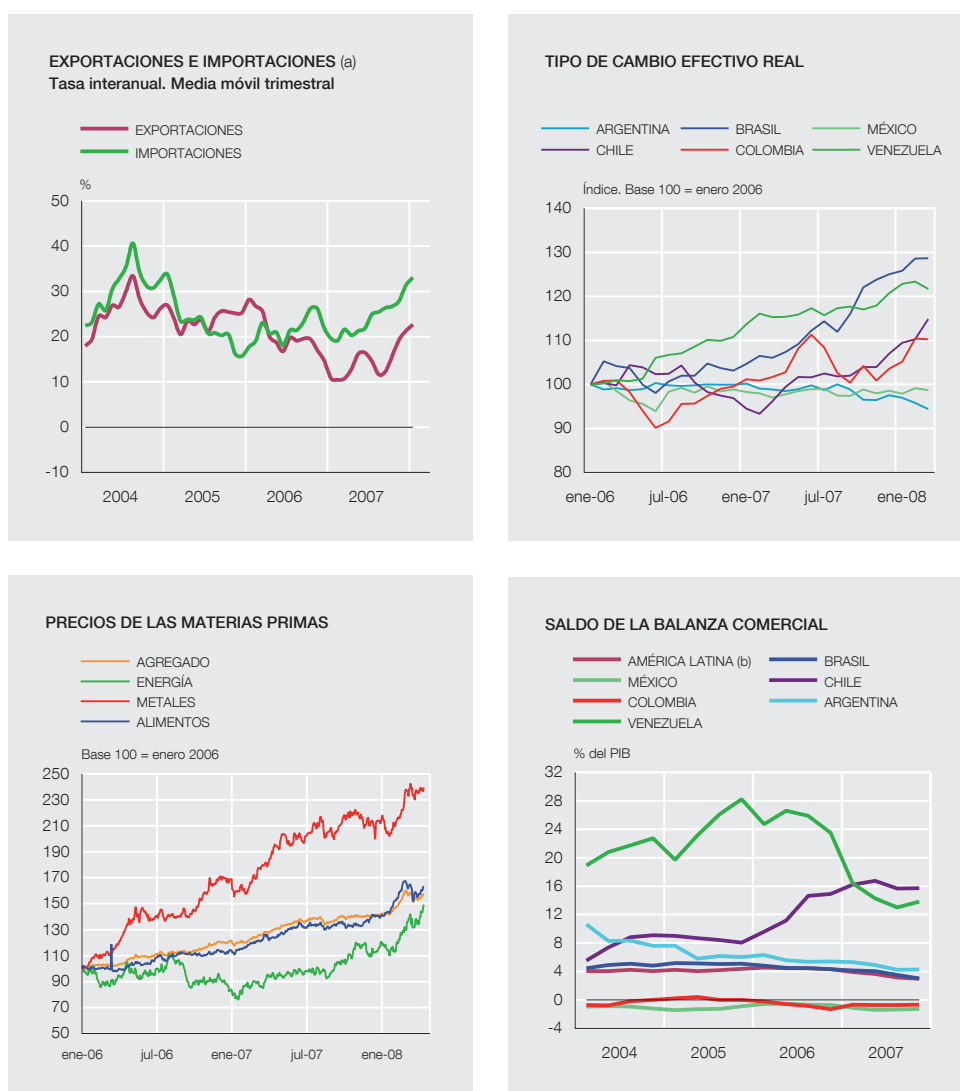
Con todo, se mantienen importantes diferencias en el grado de desarrollo de los mercados de crédito hipotecario en la región. Países con un período sostenido de estabilidad económica, como Chile, presentan un desarrollo continuo y unas ratios de crédito hipotecario sobre PIB más elevadas que los que han sufrido más recientemente crisis financieras (Colombia, Perú, Argentina), tal y como se aprecia en el gráfico 3. Pero también estos países presentan grandes posibilidades de desarrollo futuro. Para ello, es muy importante el alarga-

miento de la curva de rendimientos de la deuda pública que se ha observado en algunos países en los últimos años, pues esta se utiliza como referencia para los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y, como factor negativo, la persistencia de impuestos distorsionantes como los de transacciones financieras, que constituye un obstáculo al crecimiento del crédito.

Finalmente, han aparecido también en los últimos años nuevos tipos de préstamos hipotecarios en la región, como, por ejemplo, aquellos que tienen como colateral las remesas recibidas (México y Perú) o los microcréditos (orientados a las capas menos favorecidas, que tienen grandes limitaciones de acceso al crédito), y se ha producido un incipiente despegue de la titulización hipotecaria en algunos países de la región, especialmente en México y en Colombia<sup>1</sup>. No obstante, este mercado se encuentra todavía poco desarrollado, si se compara con otras regiones emergentes, como Asia. Entre los factores explicativos de este menor desarrollo de la titulización en la región se encuentran la poca profundidad de los mercados de capitales, los problemas del sistema legal y el limitado desarrollo de la base de inversores<sup>2</sup>.

1. Gran parte del desarrollo de la titulización de préstamos hipotecarios en México desde el año 2003 obedece al esfuerzo político que implicó la creación de una institución pública (Sociedad Hipotecaria Federal, SHF), que actúa como garante parcial de los pagos de los préstamos, mientras que en Colombia el desarrollo vino liderado por la Titulizadora Colombiana, entidad privada constituida en 2001 por el sector hipotecario colombiano y la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial. 2. C. Tovar y M. Scatigna, «Securitization in Latin America», *BIS Quarterly Review*, septiembre 2007, y J. Gyntelberg, E. Remolona y C. Tovar (2007), «Securitization in Asia and Latin America Compared», en L. Rob de Vries y P. Ali (eds.), *Innovations in Securitization*, Yearbook 2007, Kluwer Law internacional.

exportaciones han caído por segundo año consecutivo). Estos desarrollos contribuyen a explicar que el saldo de la balanza comercial se situara en el 2,3% del PIB en el cuarto trimestre, dos puntos menos que en 2006, a pesar del mantenimiento de los precios de las principales materias primas de exportación en niveles récord (véase gráfico 8). El superávit corriente registró una reducción paralela, y se situó en el 0,7% del PIB al final del año, que fue generalizada en la mayor parte de los países (excepto Chile). México y Colombia registraron déficit por cuenta corriente en el entorno del 1% y del 3,5% del PIB, respectivamente. En el caso de México, la reducción en las remesas recibidas en la última parte del año fue un factor importante tras el deterioro del saldo exterior. Tanto el dinamismo de la demanda interna como la apreciación de los tipos de cambio en términos efectivos, particularmente notoria en los casos de Brasil, Chile, Venezuela y Colombia (véase gráfico 7), explican el avance de las importaciones en los últimos meses, cuya tendencia reciente abre la posibilidad de que la balanza invierta su signo en 2008 en un buen número de países. La afluencia de flujos de capital se ha mantenido muy robusta en el segundo semestre de 2007, pero la aparición de déficit por cuenta corriente implicaría que, para mantener el mismo ritmo de crecimiento, sería necesaria una mayor financiación exterior; en un entorno exterior menos favorable, esta necesidad podría establecer un límite al crecimiento y suponer, incluso, una mayor vulnerabilidad en algunas economías.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

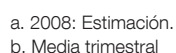
a. Datos de aduanas en dólares.

b. Agregación de las siete mayores economías.

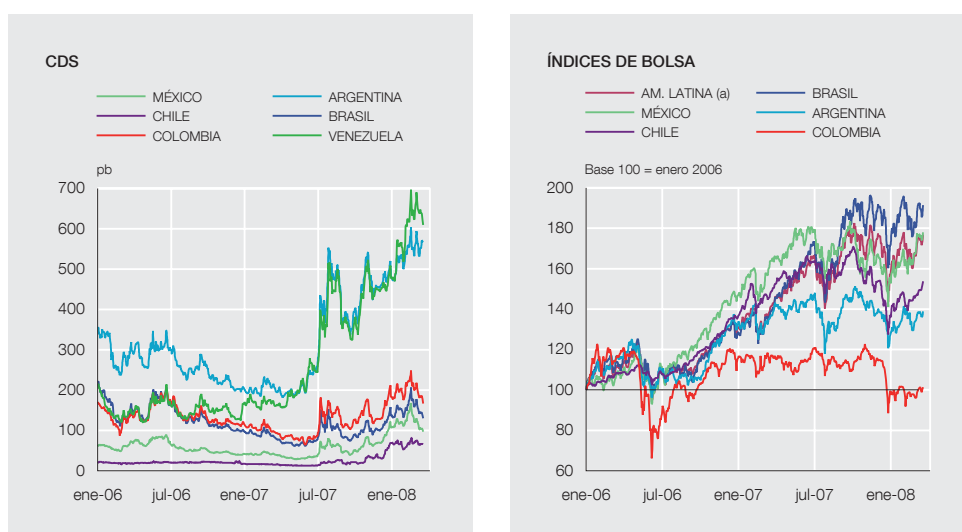
## MERCADOS FINANCIEROS Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros de la región durante los seis últimos meses se ha caracterizado por una notable resistencia ante las turbulencias en los mercados internacionales, sobre todo en comparación con crisis pasadas. Reflejo de dicha resistencia fue la mejora de las calificaciones crediticias de México, Chile y Perú, el mantenimiento del acceso a los mercados internacionales por parte de los emisores soberanos y corporativos de mejor calificación crediticia, y el favorable comportamiento, en términos relativos de las bolsas, los tipos de cambio y los diferenciales soberanos. No obstante, como se observa en el gráfico 8, en el último semestre se ha producido un importante descenso en el volumen de emisiones desde los niveles extraordinariamente elevados del comienzo de 2007. Dicho descenso se interpretó inicialmente como una retracción temporal de la oferta, dado el deterioro de las condiciones en los mercados financieros. Sin embargo, la magnitud y la duración de la retracción obligan a considerar la posibilidad de que la demanda haya tendido a reducirse en los últimos meses, sobre todo para aquellos emisores con peores calificaciones crediticias, y que pudiera estar aumentando, en cambio, el acceso a fuentes de financiación alternati-

GRÁFICO 8



Los diferenciales soberanos mostraron una moderada tendencia a la ampliación desde el mes de noviembre. Así, el índice EMBI de América Latina se situó a mediados de abril



FUENTE: Datastream.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

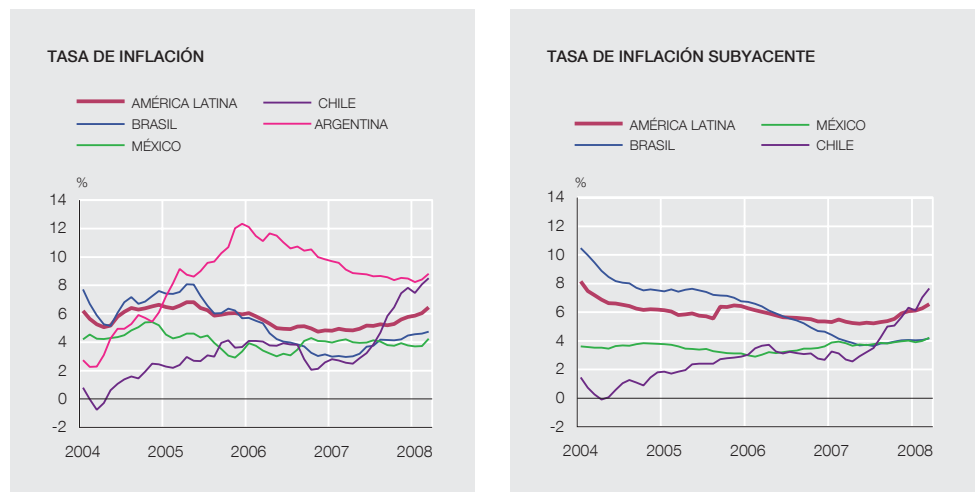
en niveles de 310 pb, unos 100 puntos por encima del registrado a finales de septiembre y máximo desde octubre de 2005. Los diferenciales sobre los *credit default swaps*<sup>1</sup> (primas demandadas por asegurar la protección frente al riesgo de crédito de una emisión) de Argentina y Venezuela registraron la mayor ampliación (hasta 600 y 700 pb, respectivamente), lo que pone de manifiesto una notable discriminación de riesgos frente a países como Chile o México, en los que los diferenciales se ampliaron mucho menos, como se observa en el gráfico 9. En cuanto a la evolución de las bolsas, cabría destacar el comportamiento relativamente favorable que estas mostraron durante el segundo semestre, sustentado en la percepción de una cierta capacidad de desvinculación, en un contexto de turbulencias globales, y en la fortaleza mostrada por los precios de las materias primas. Sin embargo, desde enero se ha producido un punto de inflexión, que hace que sea la bolsa brasileña la que anote el resultado más positivo en el conjunto del semestre, seguida por la bolsa venezolana, que mostró una fuerte recuperación en abril. Por el contrario, algunas bolsas observaron recortes de cierta entidad (5% en Chile y 15% en el caso de Perú), mientras que las bolsas de Argentina y México saldaron el período sin pérdidas ni ganancias significativas. América Latina ha sido, en cualquier caso, la única región en la que las bolsas han apuntado avances desde el inicio de las turbulencias.

PRECIOS Y POLÍTICAS  
MACROECONÓMICAS

La inflación de la región se incrementó desde el 5,3% de agosto de 2007 hasta el 6,4% de marzo de 2008, intensificando la tendencia al alza que se inició en el primer semestre del año pasado. El principal factor impulsor fue el comportamiento del precio de los alimentos. De hecho, aunque en varios países se constataron también presiones de demanda que impulsa-

1. Algunos desarrollos en el transcurso de los últimos años han tendido a restar relevancia a la referencia habitual de riesgo soberano, el índice EMBI: en particular, el descenso del saldo vivo de la deuda externa, el creciente recurso a la financiación en moneda local —que, por definición, no forma parte del EMBI— y la propia composición del índice EMBI, que en algunos países, como Chile, ha quedado sesgada hacia las emisiones cuasisoberanas, cuyo diferencial puede moverse por consideraciones distintas a las estrictamente de riesgo soberano. Por ejemplo, en Chile los bonos de la empresa estatal del cobre (CODELCO) representan el 45% de su EMBI. Por esa razón, incluimos en el gráfico la referencia de los *credit default swaps*, que no se ven afectados por este tipo de consideraciones.





FUENTE: Estadísticas nacionales.

ron al alza la inflación subyacente<sup>2</sup> (hasta el 6,5%), cabe destacar que una parte del repunte en la inflación subyacente fue debida al incremento en los precios de los alimentos no elaborados. En todos los países, la inflación, excluyendo todo tipo de alimentos (elaborados y no elaborados) y energía, registró un incremento mucho menor, y se mantuvo en tasas relativamente bajas y estables, en el entorno del 4,5%. Con todo, resulta interesante resaltar que para un buen número de países en América Latina la elevación de los precios de los alimentos constituye no solo un *shock* negativo de oferta que encarece los precios de los bienes intermedios, sino también un *shock* positivo de demanda, por el incremento de los términos de intercambio que implica. En ambas vertientes el aumento de precios de los alimentos implica presiones inflacionistas.

Por países, las tasas de inflación más elevadas se han registrado, como en períodos anteriores, en Argentina y Venezuela, pero también se registró una tendencia al alza particularmente acusada en Chile, Perú y Colombia, mientras que en el extremo opuesto se situaron Brasil y México, que, al ser los países con más peso económico, sesgan a la baja el promedio regional ponderado.

La evolución adversa de la inflación está dificultando la tarea de los bancos centrales. De hecho, la inflación se situó a finales de 2007 fuera de los respectivos objetivos de los bancos centrales —salvo en Brasil y México—, y el comportamiento reciente podría comprometer nuevamente los objetivos de inflación del presente año. En términos generales, puede afirmarse que esta evolución ha incidido de manera relativamente moderada en las expectativas de inflación, lo que se puede valorar positivamente como signo de credibilidad de los bancos centrales (véase recuadro 3). No obstante, en los últimos meses se está constatando un incremento en las expectativas, que constituye un elemento de preocupación.

Los bancos centrales de Chile, Colombia, México y Perú elevaron moderadamente los tipos de interés oficiales, mientras que en Brasil el banco central mantuvo sus tipos de interés estables desde octubre, pero elevó en abril su tipo de referencia en 50 pb. Estas decisiones de

2. Las medidas oficiales de inflación subyacente presentan una cierta heterogeneidad por países, por lo que no resultan en ocasiones directamente comparables.

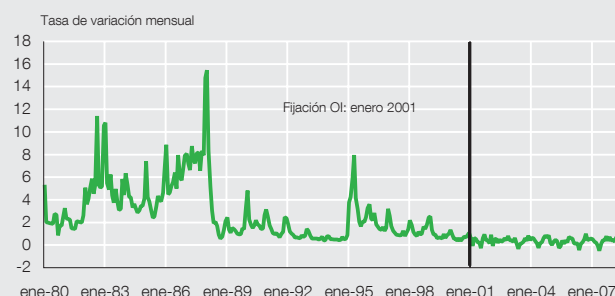
La estabilidad de precios es un objetivo fundamental de política económica, que se ha consolidado como prioritario en América Latina durante los últimos años. Las estrategias de política monetaria basadas en objetivos de inflación explícitos (OI) están cada vez más extendidas, tanto en la región como a escala global: en 2005, 21 países habían adoptado objetivos de inflación, de los cuales 13 son emergentes y 5 están en América Latina [véase FMI (2005)], pero el número sigue aumentando paulatinamente. América Latina se incorporó temprano a este tipo de mecanismos de política monetaria. Chile fue el segundo país del mundo —después de Nueva Zelanda— en adoptar OI en septiembre de 1990, aunque no fue hasta 1999 cuando se estableció un OI explícito. Tras esta experiencia pionera, Colombia y Brasil pasaron a adoptar OI explícitos en 1999. En el caso de México, superada la crisis financiera de 1995, en 1999 Banco de México empezó a publicar sus OI, aunque no fue hasta 2001 cuando el banco central anunció la adopción formal de este mecanismo de política monetaria. Perú —la única economía altamente dolarizada de las cinco— pasó a adoptar OI explícitos en 2002 y otros países de la región han adoptado OI explícitos muy recientemente (Guatemala y Costa Rica) o se encuentran en el proceso de incorporación de estos mecanismos (Paraguay).

1. Basado en C. Broto (2008), *Inflation targets in Latin America: Empirical analysis using GARCH models*, de próxima aparición como Documento de Trabajo del Banco de España.

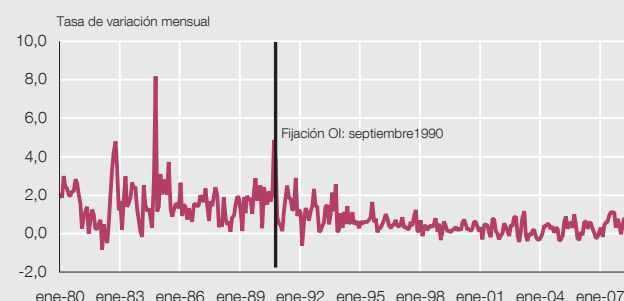
Los regímenes de OI suelen asociarse a una mayor credibilidad de las políticas monetarias, lo que favorece un mejor anclaje de sus expectativas y, en última instancia, una reducción del nivel y de la volatilidad de la inflación. No obstante, la evidencia empírica —tanto para países desarrollados como para emergentes— no es del todo concluyente, pese a que la literatura acerca de OI es muy extensa. Por un lado, algunos autores se apoyan en metodologías diversas para confirmar la utilidad de los OI para disminuir tanto el nivel como la volatilidad de la inflación; entre otros, FMI (2005) o Vega y Winkelried (2005). Por otro lado, autores como Ball y Sheridan (2003) concluyen que el efecto de la introducción de un OI no es significativo, ya que la reducción de la inflación y de su volatilidad es un fenómeno generalizado a escala global.

En el caso de América Latina, el análisis de la inflación y de las políticas para su reducción es particularmente relevante. Por un lado, esta región experimentó durante gran parte del siglo pasado períodos de inflación elevada y volátil —por encima de los dos dígitos en algunos casos—, junto con períodos de crisis económica y financiera. Por otro lado, en el último lustro se ha avanzado sustancialmente en la reducción de la inflación en un entorno de adopción de estrategias de OI por numerosos países, y bajo circunstancias difíciles (inestabilidad financiera, fuertes ajustes a la baja del tipo de cambio y el abandono de regímenes cambiarios rígidos), que han servido en las últimas décadas como anclas nominales a muchos de los países latinoamericanos.

## 1 MÉXICO



## 2 CHILE



		Países con OI (a)					Países sin OI		
		Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Argentina	Ecuador	Uruguay
Desde 1990	Media (b)	6,46	0,58	1,11	0,98	2,96	1,70	4,30	1,89
	DT (c)	12,10	0,69	0,91	0,99	12,98	6,20	33,69	2,05
Desde 2000	Media	0,56	0,28	0,52	0,40	0,19	0,74	1,15	0,71
	DT	0,47	0,39	0,47	0,32	0,33	1,28	2,21	0,87
		Fecha adopción OI (d)							
Período anterior OI	Media	11,98	1,68	1,63	1,39	11,96			
	DT	14,87	0,69	0,89	1,06	24,22			
Período posterior OI	Media	0,57	0,54	0,52	0,35	0,40			
	DT	0,47	0,66	0,47	0,31	0,48			

FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO 2005) y Vega y Winkelried (2005).

a. OI = objetivo de inflación.

b. Tasas de inflación mensuales, no ajustadas estacionalmente.

c. DT = desviación típica.

d. Por coherencia con la literatura, en Chile y Perú se toma la fecha de adopción del OI y no la fecha de adopción del OI exp. lícito.

No obstante, esta reducción se puede generalizar a la mayoría de países latinoamericanos, independientemente de la adopción de OI. Así, el cuadro adjunto ilustra el descenso de las medias y desviaciones típicas de las tasas mensuales de inflación en los últimos años en todos los países seleccionados. A modo de ejemplo, los gráficos 1 y 2 muestran la evolución de la tasa de inflación mensual durante los últimos años para dos de los países que han adoptado OI (Chile y México).

Para evaluar la efectividad de la implementación de OI en América Latina, se ha realizado un análisis de regresión, utilizando una generalización del modelo propuesto por Broto y Ruiz (2006). Este modelo, de tipo GARCH, toma en consideración la variación de la volatilidad a lo largo del tiempo y permite incorporar posibles cambios estructurales, tanto en el nivel como en la volatilidad de las series, de forma que se pueda cuantificar el efecto de la adopción de OI en estos países. Esta especificación cuenta con una serie de ventajas para el análisis de la inflación: (i) captura la dinámica de corto y largo plazo en la tasa de inflación; (ii) identifica la dinámica de su volatilidad, lo que permite evaluar rigurosamente si la adopción de OI ha dado lugar a cambios en la volatilidad de la inflación y en su persistencia, y (iii) permite analizar la relación entre la volatilidad de la tasa de inflación y su nivel, y, en particular, si la volatilidad responde de forma asimétrica ante perturbaciones de distinto signo.

El modelo propuesto se ajusta a las series de inflación de los cinco países de América Latina que ya han adoptado OI, así como a Argentina, Ecuador y Uruguay. El modelo se estima para la serie completa de inflación<sup>2</sup> y —en el caso de los cinco países con OI— se

2. El procedimiento de estimación es Pseudomáxima verosimilitud. Los estimadores se obtienen tras maximizar la verosimilitud obtenida a través del filtro de Kalman correspondiente.

estima también para el período anterior a la adopción de OI, el posterior y, finalmente, para cuantificar el cambio a un esquema de OI, se incorpora una variable *dummy* tanto en la estimación de la inflación como de su volatilidad.

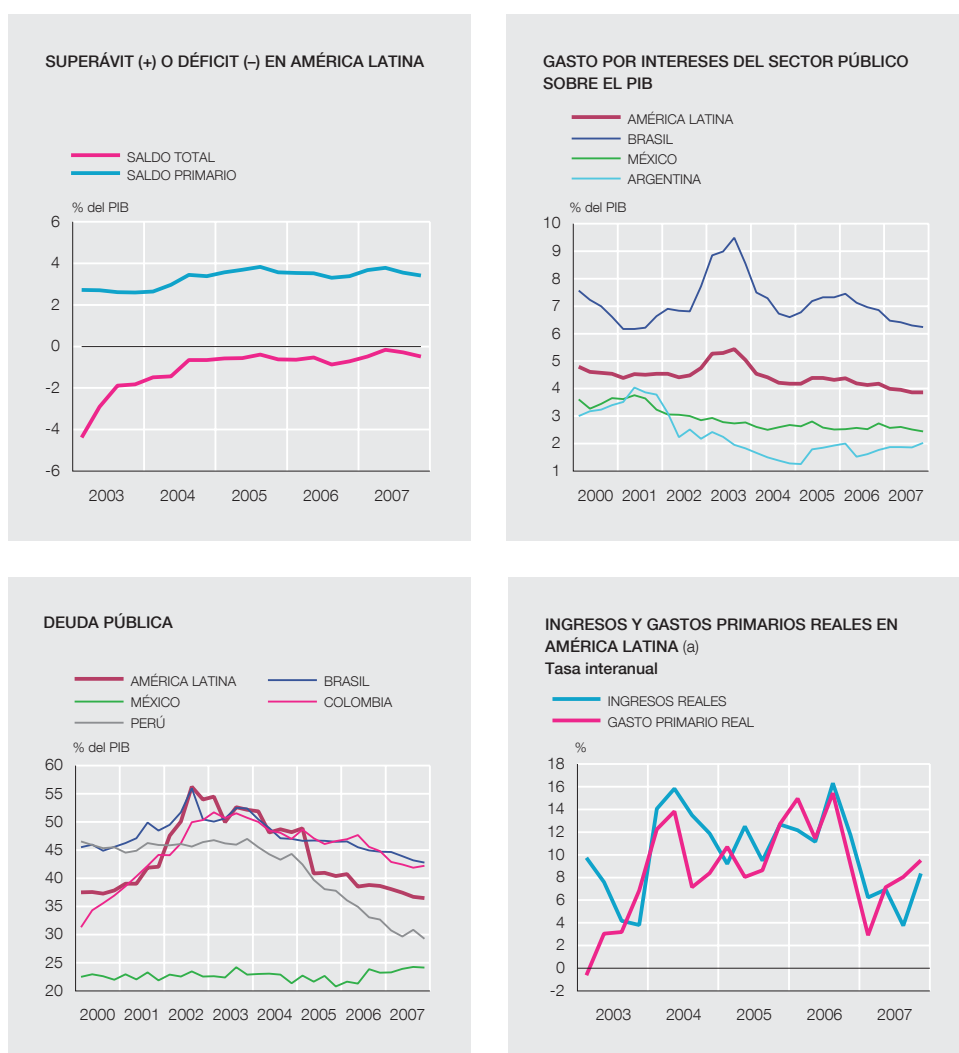
Las conclusiones del trabajo empírico respecto al impacto de la adopción de los OI son las siguientes: (i) la disminución del nivel de la inflación se identifica claramente en Chile, Colombia y México, mientras que en Brasil y en Perú el resultado no es estadísticamente significativo —en el primer caso, por el efecto de la crisis de 2002—; (ii) se observa una reducción significativa de la persistencia de la volatilidad en todos los países menos en Colombia —donde la evidencia estadística no es concluyente—. En los tres países que no han adoptado OI la persistencia de la volatilidad es mayor, pese al descenso del nivel de la inflación en los últimos años, y (iii) la disminución de la inflación parece haber contribuido a la consolidación de la baja volatilidad en la mayoría de estos países. En resumen, los resultados obtenidos apoyarían la utilidad de la adopción de OI para el anclaje, no solo de los niveles de inflación, sino también de una volatilidad más reducida.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALL, L., y N. SHERIDAN (2003). *Does inflation targeting matter?*, NBER working paper n.º 9577.
- BROTO, C., y E. RUIZ (2006). «Unobserved component models with asymmetric conditional variances», *Computational Statistics and Data Analysis*, 50, pp. 2146-2166.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Does inflation targeting work in emerging markets?», *World Economic Outlook*, septiembre, capítulo IV.
- VEGA, M., y D. WINKELRIED (2005). «Inflation targeting and inflation behavior: A successful story?», *International Journal of Central Banking*, vol. 1, 3, pp. 153-175.

política monetaria se producen en un contexto de crecientes riesgos a la baja sobre el escenario económico internacional, lo cual resulta notable, especialmente, en comparación con episodios anteriores de inestabilidad financiera, en los que los movimientos de tipos de interés oficiales quedaban subordinados por la necesidad de evitar las salidas de flujos financieros y de estabilizar el tipo de cambio.

En este episodio, la conducción de la política monetaria también ha estado condicionada por el entorno exterior, aunque de un modo diferente. En efecto, durante este período, y en particular en el primer trimestre de 2008, se ha producido una notable ampliación del diferencial de tipos de interés frente al dólar, principalmente como consecuencia de la reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, que ha contribuido a la apreciación de los tipos de cambio en países como Brasil, Colombia, Perú y Chile. La magnitud de la apreciación ha sido insuficiente para contener el repunte de la inflación, y ello ha generado un dilema para las autoridades monetarias, entre la necesidad de introducir subidas más agresivas de tipos de interés y las posibles presiones a la apreciación que se producirían en ese caso, en un contexto de preocupación por el riesgo de pérdida de competitividad exterior.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

La respuesta a este dilema ha diferido entre países. En ocasiones, se han ensayado medidas de contracción monetaria complementarias a las subidas de tipos de interés, como el incremento en los requerimientos de reservas (Perú y, en menor medida, Brasil). En otras ocasiones, se ha tratado de controlar la inflación a través de medidas que trascienden el ámbito monetario, como el establecimiento de controles de precios relativamente generalizados (Argentina y Venezuela) o limitados a algunos productos (México), o medidas menos heterodoxas, como la reducción de aranceles a la importación en Perú, o las subvenciones implícitas al precio de la energía en Chile. De igual manera, se han instrumentado medidas para evitar la apreciación, entre las que destaca la reactivación de las compras de reservas internacionales por parte de diversos bancos centrales (incluido Chile). En otros casos, las autoridades han adoptado medidas orientadas a reducir la demanda de moneda local, favoreciendo las exportaciones y eliminando exenciones sobre determinados activos financieros (Brasil), o el cambio legislativo sobre los administradores de fondos de pensiones en Perú y en Chile. Finalmente, en este país se ha diseñado un plan para tratar de compensar a los damnificados por la apreciación del tipo de cambio dentro del sector exportador.

En el ámbito fiscal, el superávit primario siguió siendo muy elevado, el 3,4% del PIB, un nivel similar al de 2006, mientras que el saldo presupuestario total mantuvo un moderado déficit, en el entorno del 0,5% del PIB. En cualquier caso, una de las principales características del semestre fue el comportamiento positivo de los ingresos, en el conjunto de la región, favorecido por el crecimiento cíclico y la contribución positiva de los precios de las materias primas. Sin embargo, en buena parte de los países los balances fiscales se deterioraron ligeramente respecto a 2006 (véanse gráfico 11), dado que se produjo un aumento del gasto superior al de los ingresos. Dicha evolución, de mantenerse, podría resultar preocupante (con excepciones como Chile) en un escenario de mayor desaceleración económica. En Argentina se produjo un cierto deterioro de las cuentas públicas por el ciclo electoral, a pesar del aumento de los ingresos a que dio lugar el incremento en la imposición de ciertos bienes exportables. Chile mantuvo un superávit del gobierno central equivalente al 8,7% del PIB, si bien en el segundo semestre del año el superávit se moderó por la caída de los ingresos, en parte por la menor producción de cobre, que redujo las exportaciones y los ingresos derivados.

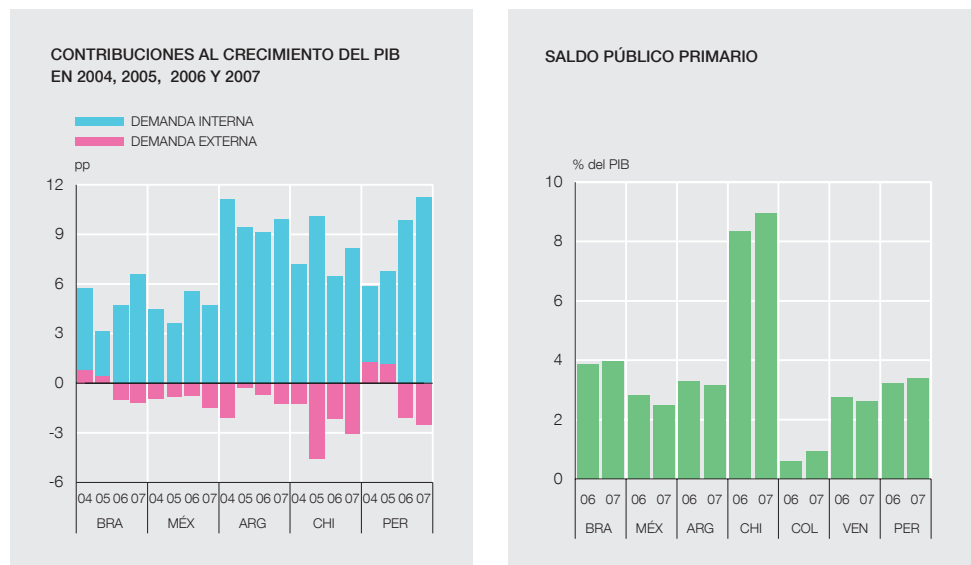
#### INTEGRACIÓN COMERCIAL Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En el segundo semestre de 2007 y los primeros meses de 2008 no se produjeron grandes cambios en las tendencias recientes en materia de integración comercial respecto a lo observado en los últimos años. Los bloques comerciales de América del Sur constituidos en la década de los noventa permanecen en una situación de estancamiento, mientras que los acuerdos comerciales bilaterales siguen prosperando y proliferando. En este sentido, en MERCOSUR, la consideración por parte de la Unión Europea de Brasil como «socio estratégico», al nivel de Estados Unidos, Japón o India, podría socavar en cierto modo la continuidad de la unión aduanera en su forma actual. Por su parte, Chile se reintegró en la Comunidad Andina, y Brasil y Argentina entraron a formar parte del capital del brazo financiero del acuerdo, la Corporación Andina de Fomento (CAF). Además, se aprobaron los Tratados de Libre Comercio de Perú y Panamá con Estados Unidos. En sentido opuesto, el Congreso estadounidense suspendió la votación sobre el Tratado de Libre Comercio firmado entre Estados Unidos y Colombia, lo que en la práctica puede aplazar sin fecha determinada su aprobación. Sin embargo, Estados Unidos prorrogó hasta finales de 2008 las preferencias aduaneras para Colombia, Ecuador y Bolivia, países estos dos últimos que no tienen intención de negociar acuerdos comerciales. Por último, el 1 de enero se liberalizaron por completo las importaciones agrarias en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), cuyas consecuencias para el sector agrícola en México aún están por determinar.

Por su parte, tampoco se han producido en estos últimos seis meses grandes avances en los procesos de reformas estructurales. Tres iniciativas destacarían por encima del resto, la reforma del sistema de pensiones en Chile, la presentación en Brasil de una propuesta de reforma fiscal y la propuesta de reforma del sector de la energía en México. La primera iniciativa supone el cambio más importante del sistema de pensiones de capitalización desde que se creó en 1980, ya que asegura una pensión mínima no contributiva e incentiva una mayor competencia en el mercado. En sentido contrario, Venezuela avanzó en los procesos de nacionalización del sector petrolero, si bien se enfrentó a problemas judiciales derivados de la demanda de una compañía estadounidense, que todavía no están resueltos. Por otro lado, la propuesta de reforma de la Constitución, que aumentaba el intervencionismo del Estado en la economía, fue rechazada en referéndum a principios de diciembre.

#### ***Evolución de los principales países***

En *Brasil*, el PIB se aceleró significativamente en el transcurso del año, registrando tasas de crecimiento interanual del 5,6% y del 6,2% en el tercer y cuarto trimestres, frente al 3,7% de 2006. Esta aceleración vino explicada por el mayor dinamismo de la demanda interna, impulsada por el consumo privado (con una notable expansión del 8,6% en el cuarto trimestre) y por la inversión, mientras que el consumo público se desaceleró. La aportación de la deman-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

da externa se hizo más negativa en el segundo semestre del año, restando 1,1 pp al crecimiento en 2007 (véase gráfico 12). En el ámbito del sector exterior, durante el segundo semestre se produjo una rápida reducción del superávit comercial y por cuenta corriente, que situó el saldo acumulado en los últimos doce meses en posición deficitaria a principios de 2008. Factores subyacentes a este deterioro han sido el fuerte aumento de las importaciones, impulsadas por la fortaleza de la demanda interna y por el tipo de cambio (que ha continuado apreciándose). Por su parte, los flujos financieros y las compras de reservas se mantuvieron en el segundo semestre de 2007 y los dos primeros meses de 2008, si bien en niveles más moderados. La tasa de inflación se incrementó desde el 4,2% en agosto hasta el 4,5% en diciembre, impulsada principalmente por los precios de los alimentos, pero también por presiones de demanda. Posteriormente, la inflación permaneció constante en torno al 4,5%, en un contexto en el que el banco central mantuvo los tipos de interés en el 11,25% desde octubre, aunque mostró un sesgo cada vez más restrictivo en sus informes de inflación y en las actas publicadas de los comités de política monetaria, que culminó en una subida de tipos en abril. En el ámbito de la política fiscal, se cumplieron los objetivos fiscales en el conjunto de 2007 (un superávit primario del 4% del PIB, véase gráfico 12) y se produjo una serie de cambios en el sistema impositivo, como la subida del impuesto sobre el crédito (IOF), como medida para compensar parcialmente la no aprobación del impuesto sobre transacciones financieras (CPMF), lo que generó un aumento del coste del crédito. La iniciativa más notable fue la presentación, a finales de febrero, de una ambiciosa propuesta de reforma fiscal, orientada a reducir la complejidad del sistema, mejorar la equidad y acabar con la competencia fiscal entre Estados. Las principales medidas son la simplificación del sistema de imposición indirecta federal, el rediseño del ICMS, el impuesto de mayor envergadura estatal, que grava fundamentalmente las transacciones comerciales, y la reducción de la presión impositiva, particularmente sobre las rentas del trabajo. Se trata de una propuesta ambiciosa, que merece una valoración positiva, aunque existen dudas acerca de su viabilidad.

En *México* el PIB se aceleró también en el segundo semestre de 2007, al crecer un 3,7% y un 3,8% interanual en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, frente al 2,9% del segundo trimestre. La aceleración se produjo a pesar del deterioro de la coyuntura económica en Es-

tados Unidos, su principal socio comercial y destino de la emigración, poniendo de manifiesto diferencias importantes en relación con otros ciclos del pasado. En primer lugar, ha aumentado el peso de la demanda interna afianzada en la estabilidad macroeconómica, la mayor oferta de crédito, la dinámica de los sectores de servicios y la edificación de vivienda. En segundo lugar, parte de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos son bienes intermedios utilizados a su vez en la producción de exportaciones de ese país al resto del mundo y la debilidad del dólar ha impulsado las ventas estadounidenses al exterior, lo que puede explicar la mayor fortaleza del comercio exterior mexicano en el segundo semestre del año. Además, el ciclo de producción industrial en Estados Unidos, con el que México guarda una mayor correlación, no se ha desacelerado igual que el resto de la economía. En tercer lugar, existe espacio para aplicar medidas contracíclicas, tanto en el lado monetario (aunque en este frente no ha desaparecido la preocupación por la evolución de la inflación) como, sobre todo, en el fiscal (los excedentes petroleros permiten mantener el impulso de la inversión pública y el superávit primario se mantiene en el 2,4% del PIB, véase gráfico 12). En este sentido, el gobierno ha presentado a comienzos de 2008 una serie de medidas para afrontar la previsible desaceleración de la actividad: recorte de ciertos impuestos, eliminación de restricciones a la importación, aumento del gasto de PEMEX, de la financiación a pequeñas empresas a través de instituciones oficiales, y reducción de las tarifas eléctricas a empresas. Otro factor diferencial, este de carácter negativo, respecto a anteriores procesos de desaceleración de la economía estadounidense, es la reducción de las remesas de los inmigrantes mexicanos en Estados Unidos, especialmente de aquellos anteriormente empleados en el sector de la construcción, cuyo efecto sobre el consumo podría no ser desdeñable. Por su parte, la dinámica en la evolución de la inflación fue algo más benigna que en otros países de la región, pues se moderó hasta el 3,7% en febrero de 2008, tras la aplicación de algunas medidas de apertura de cuotas de importación y controles de precios sobre determinados productos; sin embargo, en marzo volvió a repuntar por encima del 4%, límite superior del intervalo objetivo. El banco central subió los tipos de interés en 25 pb, en un movimiento considerado como preventivo, orientado a aumentar la credibilidad antiinflacionaria del banco central y a evitar el contagio a las expectativas de inflación.

En *Argentina* la tasa de crecimiento en 2007 (8,7%) se situó por encima del 8,5% por quinto año consecutivo. Además, la actividad se fue acelerando durante el año, alcanzando un crecimiento del 9,1% en el cuarto trimestre. Este dinamismo viene explicado por el avance de la demanda interna, fundamentalmente por la mayor fortaleza del consumo privado. Por el contrario, la inversión atenuó su dinamismo respecto a 2006 (aumentó el 14,4% en 2007, frente al 18,2% en 2006), aunque en el conjunto del año la ratio inversión sobre PIB se situó en el 22,7%, recuperando así los registros más elevados desde la convertibilidad, y con un cambio positivo hacia un mayor peso de la inversión en bienes de equipo. La aportación del sector externo se fue deteriorando progresivamente, restando 1,2 pp al crecimiento del PIB (véase gráfico 12), como consecuencia principalmente del fuerte crecimiento de las importaciones. Desde el punto de vista de la oferta, en 2007 se produjo un importante cambio de tendencia, puesto que los sectores productores de servicios crecieron por encima de los sectores productores de bienes por primera vez desde 2002. Los indicadores de mayor frecuencia disponibles actualmente señalan que la fortaleza de la actividad se ha mantenido en el inicio de 2008. Parte del elevado crecimiento de la economía se explica, un año más, por la mejora de los términos de intercambio, que, además de contribuir a sostener la fuerte expansión de la demanda interna, permitieron una mayor solvencia fiscal. El superávit primario fue del 3,1% en 2007, aunque está sesgado al alza por la contabilización como ingresos corrientes de los traspasos de las administradoras de fondos de pensiones, tras su reforma en mayo de 2007; recientemente se han aumentado las retenciones a la exportación. También es destacable la posición desahogada de la balanza por cuenta corriente. No obstante, la dependencia de los términos de in-



tercambio es una de las principales vulnerabilidades de la economía argentina. Para aumentar el crecimiento potencial de la economía, notablemente inferior al crecimiento registrado en los últimos años, parece clave realizar un esfuerzo en diversificación, superar las restricciones del sector energético (que se hicieron evidentes en algunos momentos de 2007) y elevar la IED, que se situó en 2,4% del PIB en 2007, muy lejos de los niveles alcanzados durante los años de la convertibilidad y de los alcanzados por otros países de la región. La inflación oficial se mantuvo por encima del 8% (8,5% en marzo), si bien este dato probablemente infraestima de modo notable la inflación real. Además, a diferencia de lo sucedido en otros países, el incremento oficial de los precios de los alimentos se ha mantenido relativamente contenido, pero ello es consecuencia también de los múltiples controles de precios, de la aplicación de restricciones a la exportación y de los subsidios cruzados.

En *Chile*, el PIB se desaceleró de manera significativa en el segundo semestre de 2007, situándose en tasas interanuales del 3,9% y del 4% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, desde el 6,2% del primer semestre de 2007. Este menor crecimiento cabe atribuirlo a la creciente aportación negativa de la demanda externa (-5,1 pp en el cuarto trimestre, véase gráfico 12), pues la demanda interna se aceleró hasta aportar 9,1 pp al crecimiento. Tras el avance de la demanda interna se encuentra el mayor dinamismo de la inversión (que, en términos del PIB, se situó en máximos históricos, tras la fuerte desaceleración de 2006), pues el consumo privado, aunque se mantuvo fuerte, se desaceleró ligeramente. El lastre que supuso la demanda externa se explica tanto por la disminución de las exportaciones (por efecto de la reducción de exportaciones de cobre, debido a problemas energéticos y de deterioro de la calidad de las minas, y a las menores exportaciones de bienes industriales, por problemas energéticos y de apreciación del tipo de cambio) como por el aumento de las importaciones. El elevado precio del cobre ha permitido al gobierno ahorrar más de 15 puntos del PIB en los últimos tres años, mediante el mecanismo de la regla de superávit estructural, que proporciona un amplio margen para acometer políticas anticíclicas, y mantener el superávit comercial cercano al 15% del PIB durante los dos últimos años. Tanto en las cuentas públicas como en la balanza comercial, la situación se está tornando algo menos positiva en los últimos meses. Por el contrario, la ratio de IED sobre PIB se situó en el 8,5% del PIB durante 2007. La inflación pasó del 4,7% en agosto al 8,5% en marzo, acelerando la tendencia iniciada en el primer trimestre de 2007, cuando se situaba en el entorno del 2%. Este fuerte repunte puede tener un importante componente coyuntural, pero es un reto para el banco central, que elevó los tipos de interés en 25 pb en dos ocasiones, situando el tipo oficial en el 6,25%. Para mitigar las presiones a la apreciación asociadas a los elevados niveles de tipos de interés, se han realizado intervenciones en los mercados de cambio.

El ritmo de actividad mantuvo su fortaleza en *Colombia* en el segundo semestre del año, con un crecimiento interanual del 6,8% y del 8,2% en el tercer y cuarto trimestres. Este crecimiento vino impulsado por la demanda interna, y en particular de la inversión, y se pudo constatar una aceleración del consumo público. La inflación evolucionó de forma desfavorable, aumentando paulatinamente desde el 5% en septiembre hasta el 6,3% en febrero, aunque en marzo se moderó (5,8%). En este contexto, el banco central incrementó los tipos de interés en dos ocasiones, en 25 pb en cada ocasión, hasta situarlos en el 9,75%, mientras que el peso colombiano siguió apreciándose notablemente. Por su parte, el déficit de cuenta corriente se redujo en el segundo semestre, pero se amplió en más de un punto porcentual respecto a 2006, situándose en el 3,6% del PIB. El déficit se cubrió ampliamente con las entradas de flujos financieros de largo plazo, si bien se produjeron salidas netas de flujos financieros de corto plazo, en claro contraste con el semestre previo. El superávit primario se mantuvo en torno al 1% (véase gráfico 12).



En *Perú*, la actividad mantuvo un notable dinamismo en el segundo semestre del año, acelerándose incluso en el cuarto trimestre, hasta crecer a una tasa interanual del 9,7%. La demanda interna continuó sorprendiendo al alza (véase gráfico 12), especialmente por el comportamiento tan favorable de la inversión. La inflación, tras haber mostrado una destacable moderación durante todo el primer semestre, registró un incremento significativo, hasta el 5,5% en marzo. Para hacer frente al aumento de la inflación, el gobierno redujo los aranceles de algunos productos importados, y el banco central incrementó el tipo de interés oficial en 50 pb, hasta situarlo en el 5,5%, y elevó el coeficiente de reservas. Asimismo, la intensificación de las presiones apreciatorias sobre el sol peruano en los últimos meses, y sobre todo a partir de comienzos de 2008, llevaron al banco central a intervenir en los mercados. El superávit primario se mantuvo por encima del 3% del PIB.

El crecimiento en *Venezuela* se situó en torno a tasas del 8,5% en el segundo semestre, elevadas, pero claramente inferiores a los crecimientos de 2005 y 2006. Por el lado de la oferta, el sector petrolero, aunque registró tasas negativas a lo largo de todo 2007, se comportó mejor en el segundo semestre, mientras que, dentro de la actividad no petrolera, la construcción se desaceleró y las manufacturas se aceleraron. La contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB se situó por debajo de los 25 pp y la aportación negativa de la demanda externa fue de alrededor de 15 pp, por el fuerte crecimiento de las importaciones y la caída interanual de las exportaciones reales. Esta evolución sigue mostrando la extrema dependencia del modelo de crecimiento de la evolución de los precios del petróleo. La inflación se incrementó notablemente, situándose en febrero por encima del 26% interanual. El rasgo más positivo en el período fue, a diferencia de años anteriores, la moderación del gasto público, que cayó en términos reales y que, por tanto, acompañó la debilidad de los ingresos, en los que aumentó de nuevo la dependencia de los ingresos petroleros. El superávit primario se situó en el 2,6% del PIB.

15.4.2008.



Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Durante el primer trimestre de 2008, la promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente elevada en relación con el mismo período del año anterior.

En el ámbito de los sistemas de pago, se han aprobado las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios (en adelante, SLDI), que asumirá las funciones del Servicio de Liquidación del Banco de España (en adelante, SLBE) en TARGET2-BE. Asimismo, como consecuencia de la entrada en funcionamiento de esta nueva plataforma, se ha actualizado el sistema de compensación a las entidades participantes en caso de mal funcionamiento de TARGET2.

Por otro lado, se ha modificado el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera del Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante, SEBC), con el fin de regular la contabilidad de los instrumentos sintéticos.

Respecto a las entidades financieras, se ha actualizado la relación de bancos multilaterales de desarrollo a efectos de la aplicación de la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. También se ha modificado la normativa de los recursos propios de las entidades financieras con el fin de avanzar en la transposición de las directivas comunitarias orientadas a reforzar la solvencia de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión. En cuanto a estas últimas, se ha modificado su reglamento para incorporar, entre otros aspectos, los nuevos requisitos de organización interna y las normas de conducta aplicables. Además, se ha publicado el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, que completa la incorporación al derecho español de la normativa comunitaria de estas entidades.

Dentro del mercado de valores, se han publicado las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2008 y enero de 2009; se han desarrollado los modelos de información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación; se han regulado los contratos de liquidez como práctica de mercado, con la finalidad de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de las acciones del emisor; se han aprobado los modelos de notificación de participaciones significativas de los consejeros y directivos, y de operaciones del emisor sobre acciones propias; se ha actualizado el modelo de informe anual de gobierno corporativo (en adelante, IAGC) de las sociedades anónimas cotizadas, y se ha desarrollado la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, del régimen de inversiones y de procedimientos registrales, a la vista de las modificaciones normativas introducidas en el reglamento de estas instituciones.

Respecto a las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), se han actualizado las normas relativas a la determinación de su patrimonio, al cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo, así como a determinados aspectos de estas instituciones. Además, se ha regulado la forma, el contenido y los plazos de comunicación de los hechos relevantes de las IIC a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

En el terreno comunitario, se han publicado una serie de directivas que atribuyen determinadas competencias a la Comisión Europea para realizar adaptaciones técnicas, ampliar o com-

pletar disposiciones, así como garantizar la aplicación uniforme de dichas directivas dentro de la Unión Europea. En este artículo se reseñan las más importantes en el ámbito financiero.

Finalmente, otras normas de interés que se comentan en el artículo son las obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales, y el reglamento de defensa de la competencia y estatuto de la Comisión Nacional de la Competencia (en adelante, CNC).

### **Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios**

El sistema TARGET2, que entró en funcionamiento el pasado 18 de febrero, se estructura jurídicamente como una multiplicidad de sistemas de pago, que funcionan sobre la base de una única plataforma técnica de pagos a través de la cual se proveen los mismos servicios, y en condiciones uniformes, para todas las entidades. Aunque TARGET2 ofrece servicios de pago amplios y avanzados, no incorpora alguna de las funcionalidades que tradicionalmente ha venido ofreciendo el SLBE. Por este motivo, estas funcionalidades se mantienen como servicios adicionales y separados de los servicios ofrecidos dentro de TARGET2, y para ello se crea el SLDI, que asumirá estas funciones en la nueva plataforma.

Conforme a lo anterior, se ha publicado la *Resolución de 25 de enero de 2008* (BOE del 13 de febrero), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables al SLDI.

El SLDI se encargará del registro y de la liquidación de las operaciones del mercado interbancario de depósitos negociadas entre las entidades de crédito, de conformidad con lo establecido en las cláusulas y sus aplicaciones técnicas de desarrollo. Las posiciones de efectivo resultantes de las operaciones de depósitos registradas a través de SLDI se liquidarán a través del sistema TARGET2.

En las cláusulas se recogen, entre otros asuntos, los criterios de acceso al SLDI; los procedimientos de comunicación, case y registro de órdenes, así como su posterior proceso de liquidación, siendo similares a las establecidas en el SLBE.

Cabe reseñar que podrán ser admitidas como miembros del SLDI las entidades de crédito que, siendo participantes directos o indirectos del sistema TARGET2, tengan, a juicio del Banco de España, suficiente solvencia y capacidad jurídica y técnica. Las entidades miembro asumirán por su propia cuenta —y lo harán solo ellas— los riesgos de crédito, de tipo de interés y de liquidación, y cualquier otro riesgo que contraigan en la contratación, compensación y liquidación de las operaciones de depósito registradas por dicho Servicio.

En caso de producirse un acontecimiento externo anormal u otro acontecimiento que afecte al funcionamiento del SLDI, se aplicarán los procedimientos de contingencia y continuidad operativa establecidos en las correspondientes aplicaciones técnicas dictadas por el Banco de España en cada momento.

### **Sistema TARGET2: actualización de su normativa**

De conformidad con lo previsto en la Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2007/2) de 26 de abril de 2007 (Orientación de TARGET2), sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), se ha publicado la *CBE 1/2008, de 25 de enero* (BOE del 13 de febrero), del sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET, y derogación de las circulares reguladoras del SLBE.

La Circular modifica parcialmente la CBE 2/2003, de 24 de junio, sobre el sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET, para adaptar su redacción a

las modificaciones de la Orientación BCE/2005/16, de 30 de diciembre de 2005, sobre TARGET, desarrolladas en los apartados 8 y 9 del artículo 15 de la Orientación de TARGET2.

En concreto, se amplía la casuística en la que se produce el mal funcionamiento de TARGET para recoger aquellos casos en que, antes de la migración a TARGET2, el mal funcionamiento se produzca en la infraestructura técnica de TARGET2. Asimismo, se modifica el plazo máximo de remisión de las reclamaciones, que pasa de dos a cuatro semanas, a contar desde la fecha en que tuvo lugar el mal funcionamiento, y el plazo máximo que tiene el Consejo de Gobierno del BCE para evaluar las reclamaciones presentadas y decidir sobre la procedencia o no de realizar una propuesta de compensación, que pasa de doce a catorce semanas, a contar desde la fecha en que se produjo el mal funcionamiento del sistema.

Por otro lado, la CBE 1/2008 deroga, con efectos a partir del 18 de febrero de 2008 (fecha de extinción del SLBE y de entrada en funcionamiento de TARGET2-BE), las circulares del Banco de España que regulan el funcionamiento del SLBE.

**Sistema Europeo  
de Bancos Centrales:  
régimen jurídico  
de la contabilidad  
y la información financiera**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2007/20, de 17 de diciembre* (DOUE de 16 de febrero), por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC, con el fin regular la contabilidad de los instrumentos sintéticos, cada vez más utilizados en los mercados financieros, y, en especial, establecer normas contables genéricas para dichos instrumentos, así como un marco definido para los auditores externos del Eurosistema. También se aprovecha para sustituir las referencias realizadas a TARGET por TARGET2 y actualizar las definiciones correspondientes en la Orientación BCE/2006/16.

La norma explica pormenorizadamente la naturaleza de estos instrumentos y establece un tratamiento alternativo en cuanto a su valoración, así como el cumplimiento de una serie de requisitos para su aplicación.

**Recursos propios  
de las entidades  
financieras: modificación  
de la normativa**

El Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004, firmado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como Basilea II), estableció un conjunto de medidas estructuradas sobre la base de tres pilares que se refuerzan mutuamente: la adopción de reglas uniformes para la determinación de los requerimientos mínimos de recursos propios en función de los riesgos asumidos (pilar 1); la revisión supervisora con el objetivo de fomentar la mejora de la gestión interna de los riesgos de las entidades (pilar 2), y la información al mercado sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo (pilar 3), que deben tenerse en cuenta conjuntamente con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde a su perfil de riesgos global.

Posteriormente, dicho Acuerdo se sustanció en el ámbito comunitario en dos directivas: la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), y la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición). Mediante dos leyes diferentes, se han incorporado parcialmente en nuestro ordenamiento estas dos directivas: la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, en el ámbito de las entidades de crédito, y la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el ámbito de las empresas de servicios de inversión.

En este contexto, se ha publicado el *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16), de recursos propios de las entidades financieras (en adelante RD), que aborda la transposición parcial de las directivas mencionadas. Con su entrada en vigor el pasado 17 de febrero, a excepción de determinadas disposiciones finales, queda derogado —entre otras disposiciones— el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

DISPOSICIONES RELATIVAS  
A LOS RECURSOS PROPIOS  
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En su ámbito de aplicación, se establecen las obligaciones que deben cumplir las entidades de crédito y, en concreto, se especifica el nivel al que se aplican las diferentes obligaciones y requerimientos, ya sea individual, consolidado o subconsolidado.

Asimismo, se establecen los elementos que integran los recursos propios de las entidades de crédito; se detallan los elementos que se deducen del cálculo de dichos recursos propios; se recogen algunas condiciones para la computabilidad de determinados elementos, y, por último, se determinan los elementos que se computan como recursos propios básicos, recursos propios de segunda categoría y recursos auxiliares y sus límites.

Respecto al tratamiento de los riesgos a efectos de los requerimientos de recursos propios, se contempla, en primer lugar, el *riesgo de crédito*, especificando en términos cuantitativos el requerimiento de recursos propios por el citado riesgo, y, en segundo lugar, se establece la opción para las entidades de elegir el método de cálculo más adecuado a su tamaño o el grado de sofisticación del método estándar en comparación con el método basado en calificaciones internas. La finalidad de ambos métodos es obtener el denominador del coeficiente de solvencia que se aplica por el riesgo de crédito soportado en las operaciones de la entidad financiera de que se trate. Dicho denominador resulta de la suma del valor de cada una de las exposiciones ponderadas por el riesgo.

En el método estándar, las ponderaciones por riesgo de las diferentes exposiciones se calcularán, en caso de que existan calificaciones crediticias efectuadas por agencias de calificación externa elegibles o, en determinados casos, agencias de crédito a la exportación, en función del nivel de calidad crediticia que determine el Banco de España. Por su parte, el método basado en las calificaciones internas, que estará sujeto a la autorización previa del Banco de España, supone que las entidades, a efectos de determinar sus propios requerimientos de recursos propios mínimos, utilicen las calificaciones crediticias de sus exposiciones calculadas por ellas mismas con modelos de riesgo interno, basados en datos de su experiencia pasada con cada tipo de exposiciones. Asimismo, la norma se ocupa de las técnicas de reducción del riesgo de crédito que resultan aceptables para minimizar los requerimientos de las diferentes exposiciones de riesgo, calculadas de acuerdo con los dos métodos anteriores.

Por otro lado, se aborda el tratamiento del *riesgo de contraparte* que asumen las entidades de crédito, a los efectos de calcular las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito, ya sean estas calculadas conforme al método estándar, o bien conforme al método basado en calificaciones internas, ambos descritos anteriormente.

Otro tipo de riesgos que contempla la norma son: los que las entidades de crédito asuman por la posible evolución desfavorable de los tipos de cambio, del precio del oro y del precio de las materias primas; los riesgos derivados de sus posiciones en los instrumentos financieros que componen su cartera de negociación y, finalmente, los riesgos de pérdidas debidos a sucesos que se pueden producir dentro del propio funcionamiento de la entidad (riesgo operacional).

En cuanto a los límites a los grandes riesgos, se fija como umbral máximo para la asunción de este tipo de riesgos por parte de las entidades de crédito el 25% de sus recursos propios, y se determina que el conjunto agregado de los grandes riesgos no supere en ningún caso el 800% de los recursos propios de la entidad de crédito.

En otro orden de cosas, se establecen una serie de requisitos organizativos exigidos a las entidades con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones normativas establecidas en el RD. Entre estos requisitos, se encuentran la existencia de una estructura organizativa adecuada, el establecimiento de funciones de auditoría interna y la obligación de realizar un proceso de autoevaluación del capital interno. Por otro lado, se determinan los requisitos que deberán cumplir las entidades de crédito, para emplear modelos internos de cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de posición, de tipo de cambio o sobre materias primas, y para poder aplicar el tratamiento de cartera de negociación. Asimismo, se recoge el régimen básico de la delegación de la prestación de servicios o el ejercicio de funciones de aquellas entidades.

Otro apartado importante es el referente a la divulgación de información en el mercado por parte de las entidades de crédito; se recoge, de este modo, el tercer pilar del acuerdo de Basilea II. En este sentido, las entidades de crédito, como ya anticipó la Ley 36/2007, están obligadas a publicar el documento denominado «Información con relevancia prudencial» con frecuencia al menos anual y tan pronto como sea viable. Cuando se omita información, por ser esta de carácter reservado o confidencial, se deberá hacer constar dicha omisión, así como los motivos que la justifican. Adicionalmente, las entidades de crédito evaluarán la necesidad de publicar alguna o todas las informaciones con una mayor frecuencia conforme a la naturaleza y características de sus actividades.

Finalmente, se establecen las medidas que deben tomar, en cada caso, los grupos de entidades de crédito o las entidades de crédito de forma individual, en caso de que dejasen de cumplir los requisitos de recursos propios que se derivan del RD o sobrepasasen los límites a los grandes riesgos establecidos en el mismo, y las obligaciones que se desprenden en tales situaciones. Así, la entidad informará de ello, con carácter inmediato, al Banco de España, y presentará, en el plazo de un mes, un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento, salvo si la situación se hubiera corregido en ese período. Dicho programa deberá ser aprobado por el Banco de España, que podrá incluir las modificaciones o medidas adicionales que considere necesarias para garantizar el retorno a los niveles mínimos de recursos propios exigibles.

En el cuadro 1 se compara el régimen aplicable a las entidades de crédito en el Real Decreto 216/2008 con la normativa anterior.

#### DISPOSICIONES RELATIVAS A LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Dentro del ámbito de aplicación se establecen las obligaciones que deben cumplir las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI), y se detalla el nivel al que se aplican las diferentes obligaciones y requerimientos, ya sea individual o consolidado. De manera análoga a la de las entidades de crédito, se establece la forma de cálculo de los recursos propios de la definición general de las ESI, especificando también los elementos del balance consolidado que deben añadirse para calcular los recursos propios de un grupo consolidable. Asimismo, se recoge la definición alternativa de recursos propios y los límites a su computabilidad, que son de aplicación a las ESI y los grupos de las mismas que deban cumplir con los requerimientos de recursos propios por riesgos ligados a la cartera de negociación.

Respecto a los requerimientos de recursos propios que deben mantener las ESI, se establece que estos deben ser iguales o superiores al mayor de los cuatro conceptos siguientes: la

Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre	Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero
Definición de los recursos propios	
Recursos propios básicos, siendo los más significativos: el capital social, las reservas efectivas y expresas, los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, las participaciones preferentes, las acciones sin voto que no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos	Sin cambios significativos
Recursos propios de segunda categoría, siendo los más significativos: las reservas de regularización, el saldo contable de la cobertura genérica del riesgo de insolvencia, los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorro, las financiaciones subordinadas y las financiaciones de duración indeterminada que establezcan la aplicación de la deuda e intereses a la absorción de pérdidas	Sin cambios significativos
No se contempla	Recursos propios auxiliares: las financiaciones subordinadas cuyo plazo original sea, al menos, de dos años, y en las que ni el principal ni los intereses puedan ser pagados cuando exista un déficit de recursos propios
Deducciones de los recursos propios: los resultados negativos, las acciones propias en cartera, las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, determinado volumen de participaciones en entidades financieras y entidades aseguradoras, el déficit de provisiones o de fondos específicos, etc.	Sin cambios significativos
Coeficiente de solvencia	
Riesgo de crédito: los requerimientos de los recursos propios mínimos serán el 8% del resultado de las ponderaciones de los diferentes elementos de riesgo	Riesgo de crédito: los requerimientos de los recursos propios mínimos serán el 8% del total de las exposiciones de la entidad ponderadas por riesgo y calculadas conforme al método estándar, o bien, si lo autoriza el Banco de España, de acuerdo con el método basado en calificaciones internas
Riesgo de contraparte: riesgo de que la contraparte en operaciones con instrumentos derivados pueda incurrir en incumplimiento	Sin cambios significativos
Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: para el cálculo de las exigencias de recursos propios se atenderá tanto al riesgo de crédito como a los riesgos de mercado de las citadas carteras de negociación. El riesgo de las posiciones correspondientes a la cartera de valores de negociación se compondrá de un riesgo general, derivado de un cambio en el precio de las posiciones propias debido a movimientos generales en los mercados; y de un riesgo específico, derivado de un cambio en el precio de una posición propia debido a causas relativas al emisor del valor, o al emisor de su subyacente, en el caso de instrumentos derivados	Riesgos ligados a la cartera de negociación: los requerimientos de recursos propios vendrán determinados por la suma de los requerimientos de determinados elementos. Entre ellos, por riesgo de precio de las posiciones en renta fija; por riesgo de precio de las posiciones en acciones y participaciones; por riesgo de precio de las posiciones en materias primas; por riesgo de liquidación y entrega; por riesgo de crédito de contraparte ligado a la cartera de negociación, y por riesgo de tipo de cambio y de las posiciones en oro. El Banco de España determinará los métodos de cálculo de los requerimientos citados. Se establecen ciertas especialidades para determinadas exposiciones
Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: lo deberán cubrir con recursos propios adicionales. No será inferior a la suma del 8% de la posición en divisas global neta y el 8% de su posición neta en oro. No obstante, el Banco de España podrá establecer un coeficiente inferior al 8% para las posiciones de signo contrario en divisas estrechamente relacionadas entre sí, y para las posiciones de signo contrario en divisas sujetas a acuerdos intergubernamentales jurídicamente vinculantes	Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: lo deberán cubrir, en todo momento, con recursos propios adicionales, calculados conforme al método estándar fijado en la norma, aunque el Banco de España podrá autorizar a las entidades que utilicen sus propios modelos internos de gestión de riesgos o en combinación con el método estándar
No se contempla	Riesgo operacional es el riesgo de pérdidas debido a la inadecuación o el fallo de los procedimientos, el personal o los sistemas internos, o debido a acontecimientos externos, incluido el riesgo jurídico. Los métodos de cálculo de requerimientos de recursos propios por riesgo operacional son el método del indicador básico, el método estándar y su variante, el método estándar alternativo, y los métodos avanzados basados en los sistemas de medición propios de cada entidad
Límites a los grandes riesgos: el valor de todos los riesgos que una entidad de crédito contraiga con una sola persona, entidad o grupo económico ajeno no podrá exceder del 25% de sus recursos propios. El conjunto de los grandes riesgos no podrá superar el 800% de los recursos propios de la entidad de crédito	Sin cambios significativos
Adopción de medidas para retomar al cumplimiento de las normas de solvencia: si la entidad de crédito o un grupo presenta un déficit de recursos propios, informará al Banco de España, con carácter inmediato, y presentará un programa en el que se concreten los planes para retomar al cumplimiento	Se concreta que dicho programa deberá ser presentado en el plazo de un mes. Además, se contempla el supuesto de que el Banco de España obligue a una entidad de crédito o a un grupo o subgrupo a mantener recursos propios adicionales a los exigidos con carácter de mínimo. En este caso, se presentará en el plazo de un mes un programa en el que se concreten los planes para cumplir con el requerimiento adicional
Aplicación de resultados por incumplimiento de las normas de solvencia: si el déficit de recursos propios es superior al 20% de los mínimos requeridos, o sus recursos propios básicos caen por debajo del 50%, la entidad de crédito deberá destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos. Cuando el déficit sea igual o inferior al 20%, su distribución se someterá a la autorización previa del Banco de España; en ambos casos, salvo que se autorice otra cosa a la vista del programa de retorno presentado por la entidad	Sin cambios significativos

FUENTES: BOE y Banco de España.



Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre	Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero
Procedimientos de gobierno, estructura organizativa, gestión de riesgos y control interno	
No se contempla	Estructura organizativa: deberán contar con una estructura organizativa adecuada a la naturaleza de sus actividades, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes; disponer de una función de auditoría interna que vele por el buen funcionamiento de los sistemas de información y control interno; tener una unidad que desempeñe la función de cumplimiento normativo; contar con mecanismos de control interno adecuados, incluidos procedimientos administrativos y contables igualmente apropiados
No se contempla	Política de gestión de riesgos: deberán contar con estrategias y políticas de asunción, gestión, control y reducción de los riesgos a los que la entidad de crédito esté o pueda estar expuesta
No se contempla	Proceso de autoevaluación del capital interno: dispondrán específicamente de estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno y de los recursos propios que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos
Divulgación de información	
No se contempla	Las entidades de crédito están obligadas a publicar el documento «información con relevancia prudencial» con frecuencia al menos anual y tan pronto como sea viable
No se contempla	Adicionalmente, evaluarán la necesidad de publicar alguna o todas las informaciones con una mayor frecuencia habida cuenta la naturaleza y características de sus actividades

FUENTES: BOE y Banco de España.

suma de los requerimientos de recursos propios ligados a diferentes riesgos (riesgo de cartera de negociación, riesgo de tipo de cambio, riesgo de crédito y riesgo operacional); la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente; las dos terceras partes del capital mínimo requerido para la constitución del tipo de ESI de que se trate, o el 5% del volumen de las carteras gestionadas.

Por otro lado, se establecen una serie de exigencias organizativas y de técnicas de valoración de los riesgos necesarias para que los riesgos a los que las ESI estén o puedan estar expuestas no aumenten de forma indebida, y se incluye la obligación de disponer de un mecanismo de autoevaluación del capital interno. Asimismo, la norma señala que todas estas políticas y procedimientos deberán resumirse en un informe anual de autoevaluación del capital interno, que se deberá remitir a la CNMV.

En cuanto a la información que se ha de divulgar en el mercado, las ESI elaborarán el documento denominado «Información sobre solvencia», estableciendo la frecuencia con la que debe publicarse dicho documento, así como la posibilidad de que la CNMV determine una frecuencia de divulgación mayor para ciertos datos o informaciones.

El RD contiene las medidas que deben tomar, en cada caso, las ESI de forma individual o consolidado, en el supuesto de que dejasen de cumplir los requisitos de recursos propios que exige la norma o sobrepasasen los límites a los grandes riesgos establecidos en la misma; contiene, asimismo, las obligaciones que se desprenden en tales situaciones.

En el cuadro 2 se compara el régimen aplicable a las ESI en el Real Decreto 216/2008 con la normativa anterior.

# MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN (ESI)

CUADRO 2

Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre	Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero
Ámbito de aplicación	
Las disposiciones son de aplicación a las sociedades y agencias de valores, y a sus grupos	Las disposiciones son de aplicación a las ESI (sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras). No son de aplicación a las empresas de asesoramiento financiero
Definición de los recursos propios	
El capital social, las reservas efectivas y expresas, las reservas de regularización, los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, las acciones sin voto que no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos, las financiaciones subordinadas y las financiaciones de duración indeterminada que establezcan la aplicación de la deuda e intereses a la absorción de pérdidas	Sin cambios significativos
Deducciones de los recursos propios: los resultados negativos, las acciones propias en cartera, las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, determinado volumen de participaciones en entidades financieras y entidades aseguradoras, el déficit de provisiones o de fondos específicos, etc.	Sin cambios significativos
Definición alternativa de los recursos propios: las sociedades y agencias de valores y sus grupos que deban cubrir los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación podrán utilizar la definición alternativa de recursos propios, establecida en la norma	Sin cambios significativos, pero aplicado a las ESI
Coeficiente de solvencia	
Los recursos propios de las sociedades y agencias de valores no podrán ser, en ningún momento, inferiores a la más alta de las magnitudes siguientes: las dos terceras partes del capital social mínimo fijado en el Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo (4,5 millones de euros para las sociedades y 0,9 millones de euros para las agencias); la suma de los importes resultantes para cubrir el riesgo de crédito, el de tipo de cambio y el de posiciones en oro, conforme a los calculados para sus modelos de gestión de riesgos, y, en su caso, los riesgos ligados a su cartera de negociación y los límites a los grandes riesgos; el importe resultante de la exigencia de recursos propios por el nivel de actividad (no inferiores al 25% de los gastos de estructura del ejercicio precedente)	Las ESI mantendrán en todo momento recursos propios iguales o superiores al mayor de los siguientes conceptos: la suma de los requerimientos de recursos propios ligados a diferentes riesgos (riesgo de cartera de negociación, riesgo de tipo de cambio, riesgo de crédito y riesgo operacional); la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente; las dos terceras partes del capital mínimo requerido para la constitución del tipo de ESI de que se trate, o el 5% del volumen de las carteras gestionadas
Riesgo de crédito: los requerimientos de los recursos propios mínimos serán el 8% del resultado de las ponderaciones de los diferentes elementos de riesgo. Solo se incluirán los activos y compromisos que no formen parte de la cartera de valores de negociación, ni hayan sido deducidos de los recursos propios	Riesgo de crédito: los requerimientos de recursos propios para este tipo de riesgos se calcularán de manera similar a lo establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)
Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: el cálculo de las exigencias de recursos propios para atender estos riesgos es similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)	Riesgos ligados a la cartera de negociación: los requerimientos de recursos propios para este tipo de riesgos se calcularán de manera similar a lo establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)
Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: el cálculo de las exigencias de recursos propios para atender estos riesgos es similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)	Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: el cálculo de las exigencias de recursos propios para atender estos riesgos es similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)
Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: el cálculo de las exigencias de recursos propios para atender estos riesgos es similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)	Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: el cálculo de las exigencias de recursos propios para atender estos riesgos es similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)
Riesgo de posiciones en materias primas e instrumentos financieros sobre ellas: las sociedades y agencias de valores y sus grupos deberán cubrir con recursos propios adicionales este tipo de riesgos, que serán fijados por el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV. Los requerimientos de recursos propios de la entidad o grupo por riesgo de posiciones en materias primas e instrumentos financieros sobre ellas se calcularán sumando los requisitos para cada materia prima	Requerimientos de recursos propios por riesgo de materias primas: las ESI calcularán los requerimientos de recursos propios por riesgo de posiciones en materias primas e instrumentos financieros sobre ellas de acuerdo con los métodos que determine la CNMV
No se contempla	Riesgo operacional similar al establecido para las entidades de crédito (véase cuadro 1)
Procedimientos de gobierno, estructura organizativa, gestión de riesgos y control interno	
No se contempla	Requisitos de organización: establecimiento de técnicas eficaces de valoración de los riesgos y obligación de contar con medidas que aseguren la continuidad y la regularidad en la prestación de servicios. Política de gestión de riesgos: se revisarán periódicamente las estrategias y políticas de asunción, gestión, supervisión y reducción de los riesgos a los que la ESI esté o pueda estar expuesta
No se contempla	Proceso de autoevaluación del capital interno de las empresas de servicios de inversión: dispondrán específicamente de estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos

FUENTES: BOE y Banco de España.

Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre		Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero	
		Divulgación de información	
No se contempla		Las ESI están obligadas a publicar el documento «Información con relevancia prudencial» con una frecuencia, al menos, anual. Adicionalmente, evaluarán la necesidad de publicar alguna o todas las informaciones con una frecuencia mayor que la anual, teniendo en cuenta las características pertinentes de su actividad empresarial, tales como amplitud de operaciones, tipo de actividades, etc.	
		Procedimientos de gobierno, estructura organizativa, gestión de riesgos y control interno	
No se contempla		Requisitos de organización: establecimiento de técnicas eficaces de valoración de los riesgos y obligación de contar con medidas que aseguren la continuidad y la regularidad en la prestación de servicios. Política de gestión de riesgos: se revisarán periódicamente las estrategias y políticas de asunción, gestión, supervisión y reducción de los riesgos a los que la ESI esté o pueda estar expuesta	
No se contempla		Proceso de autoevaluación del capital interno de las ESI: dispondrán específicamente de estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos	
		Divulgación de información	
No se contempla		Las ESI están obligadas a publicar el documento «Información con relevancia prudencial» con una frecuencia, al menos, anual. Adicionalmente, evaluarán la necesidad de publicar alguna o todas las informaciones con una frecuencia mayor que la anual, teniendo en cuenta las características pertinentes de su actividad empresarial, tales como amplitud de operaciones, tipo de actividades, etc.	

FUENTES: BOE y Banco de España.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA Y DE LAS SOCIEDADES DE REAFIANZAMIENTO

En las disposiciones finales primera y segunda del RD se modifican el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, sobre normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca, y el Real Decreto 1644/1997, de 31 de octubre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de reafianzamiento, respectivamente. En ambas, se establece un régimen específico de recursos propios y de diversificación de riesgos para este tipo de entidades, ya que antes les era de aplicación el mismo régimen que a las entidades de crédito, aunque con ciertas salvedades. En particular, se reconoce que el reafianzamiento, si cumple determinadas condiciones, es un instrumento que reduce el riesgo de crédito, y debe conllevar, por tanto, la consiguiente reducción de los requerimientos de recursos propios de los compromisos que se benefician de contratos generales de reaval o reafianzamiento.

**Recursos propios mínimos de las entidades de crédito: modificación de la relación de bancos multilaterales de desarrollo**

La Directiva 2007/18/CE de la Comisión, de 27 de marzo de 2007, modificó la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), en lo que respecta a la definición de bancos multilaterales de desarrollo, incluyendo —por primera vez— en la relación de los mismos al Fondo Financiero Internacional para la Inmunización y al Banco Islámico de Desarrollo.

Con ese mismo fin, el Banco de España ha publicado la *CBE 2/2008, de 25 de enero* (BOE de 7 de febrero), por la que se modifica la relación de bancos multilaterales de desarrollo contenida en la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. Asimismo, se aprovecha para actualizar la relación de bancos multilaterales de desarrollo, a fin de igualarla con la que se incluyó en la Direc-

**Régimen jurídico  
de las empresas de  
servicios de inversión  
y de las demás entidades  
que prestan servicios de  
inversión: modificación de  
su normativa**

tiva 2006/48/CE, con motivo de la aludida refundición. En definitiva, esta actualización supone, junto a otros ajustes menores en la denominación de algunos organismos, la supresión de la Corporación Interamericana de Inversiones y la inclusión del Banco Europeo de Inversiones, el Fondo Financiero Internacional para la Inmunización y el Banco Islámico de Desarrollo.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incorporó al ordenamiento jurídico español, entre otras, la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Esta Directiva ha sido desarrollada en determinados aspectos por otras dos normas comunitarias: la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y el Reglamento 1287/2006/CE de la Comisión, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Con el objetivo de finalizar la transposición de la Directiva 2006/73/CE y completar el desarrollo reglamentario, se ha publicado el *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16) sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

El Real Decreto, por un lado, modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y, por otro, refunde dos reales decretos anteriores (el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios), en un solo texto normativo. Con ello se consigue recoger el régimen jurídico aplicable a las ESI y a las entidades que prestan servicios de inversión (las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC) en una única norma global (en lo sucesivo, ESI y entidades asimiladas).

Dentro de su ámbito de aplicación, se distinguen, por un lado, las ESI a las que es de aplicación todo el Real Decreto y, por otro, las entidades de crédito que prestan servicios de inversión y otras entidades financieras (sociedades gestoras de IIC en especial), a las que les son de aplicación aquellos artículos relevantes para la prestación de servicios de inversión (principalmente ciertas normas de organización interna y las normas de conducta).

En lo que se refiere al régimen general de las ESI, se incorporan las novedades introducidas por la Ley 47/2007, así como determinados preceptos de la Directiva 2006/73/CE. En concreto, dentro de su tipología, se recogen las anteriores (las sociedades y agencias de valores, y las sociedades gestoras de carteras), se añaden las empresas de asesoramiento financiero —cuyos servicios se definen de manera específica— y se establece un régimen especial de autorización.

Del mismo modo, en el apartado de los servicios de inversión, como novedad, se concreta el concepto de asesoramiento financiero en materia de inversión, distinguiéndolo de otro tipo de recomendaciones que quedan fuera de su ámbito, así como la gestión de sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN). Igualmente, se recogen de forma diferenciada determinados servicios auxiliares (antes definidos como actividades complementarias) que podrán desarrollar determinadas ESI conforme a su régimen jurídico específico. Entre ellos, cabe re-

señar la elaboración de informes de inversiones y demás recomendaciones de carácter general sobre instrumentos financieros.

En cuanto al régimen de autorización y los requisitos para ejercer la actividad de las ESI, estos son similares a los establecidos en el RD 867/2001, con ciertas excepciones. Lo novedoso es el régimen especial de autorización para las empresas de asesoramiento financiero, dado el carácter y la naturaleza peculiares de las funciones que realizan. A estas empresas se les exige un capital inicial de 50.000 euros o bien un seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía comparable, con una cobertura mínima de un millón de euros por reclamación de daños, y un total de un millón y medio de euros anuales para todas las reclamaciones, o bien una combinación de ambos que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente.

Igualmente, de acuerdo con la normativa europea, se reconoce la existencia de un tipo especial de agencia de valores con menores requisitos de capital. En este sentido, frente a los 500.000 euros de capital inicial que se exigen a una agencia de valores plena, se rebaja a 300.000 euros si no pretende adquirir la condición de miembro de mercados secundarios, ni adherirse a sistemas de compensación y liquidación, y tampoco se incluye en su programa de actividad la custodia de instrumentos financieros ni la recepción de fondos del público, o a 120.000 euros cuando únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes. En este último tipo de agencias de valores, dicho capital se puede sustituir por un seguro de responsabilidad civil con una cobertura mínima de 2,5 millones de euros por reclamación de daños, y un total de 3,5 millones de euros para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos.

Una de las novedades importantes de la norma es la concreción de un amplio elenco de requisitos de organización que han de cumplir las ESI y, en buena medida, las entidades de crédito que presten servicios de inversión, con el fin de incorporar una gran parte del articulado de la Directiva 2006/73/CE. Aunque parte de dichos requisitos estaban ya recogidos en nuestra normativa, el Real Decreto los regula con amplio detalle. Así, se recogen, entre otros, los requisitos generales de organización, los procedimientos para enfrentar los riesgos de incumplimiento normativo, los procedimientos y políticas de gestión de riesgos y auditoría interna, y el mantenimiento de todos los registros, incluidos los de órdenes de clientes y los de operaciones.

Otra materia que se recoge en este apartado es la política de gestión de sus conflictos de interés, conforme al tamaño y organización de la empresa y la naturaleza, escala y complejidad de su actividad. También se exige el mantenimiento y actualización regular de un registro de las clases de servicios de inversión y auxiliares realizados por la empresa o por cuenta de la misma, en los que, o bien haya surgido un conflicto de interés, o bien pueda surgir, si se trata de servicios en curso. Finalmente, se exigen requisitos organizativos adicionales cuando una entidad que presta servicios de inversión elabora y divulga informes de inversiones.

El régimen financiero de las ESI, su régimen de actuación transfronteriza y la capacidad de actuación por cuenta propia de las ESI distintas de las sociedades de valores sufren puntuales variaciones, completando lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, aunque, en definitiva, se mantiene el régimen vigente en la normativa actual.

El mayor conjunto de novedades se refiere a las normas de conducta aplicables a las entidades que presten servicios de inversión, con lo que se incorpora el grueso del articulado de la

Directiva 2006/73/CE. En este sentido, se establece un completo catálogo de normas que han de seguirse en la prestación de servicios de inversión, y se enuncian las condiciones para que la información sea imparcial, clara y no engañosa; se trata de información referente a la clasificación de clientes (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles). De igual modo, se establece la información que las ESI deben proporcionar a los clientes minoristas sobre: las condiciones del contrato, los instrumentos financieros, los costes y gastos asociados, la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras, los estados de los instrumentos financieros o de los fondos de los clientes, y el régimen de las tarifas y gastos repercutibles de sus actividades.

Dentro de este apartado, se hace referencia a la evaluación de la idoneidad y/o de la conveniencia que las entidades deben realizar al cliente, en función de su perfil (minorista o profesional), con carácter previo a la prestación del servicio. Se podrá asumir que sus clientes profesionales tienen la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos inherentes a esos servicios de inversión y productos concretos, o a los tipos de servicios y operaciones para los que estén clasificados como clientes profesionales.

Por otro lado, cabe destacar la eliminación de la exigencia del informe del Comité Consultivo de la CNMV en los procedimientos de autorización de las ESI con el fin de dotarlos de una mayor agilidad.

Por último, en las disposiciones adicionales y transitorias de la norma, entre otros aspectos, se concreta el régimen de comunicación de la identidad de los clientes a la CNMV en cuanto a la comunicación de operaciones establecida en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y se introducen determinadas modificaciones en el reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, para aclarar el régimen de normas de conducta que se aplican en dicho ámbito.

En el cuadro 3 se compara el régimen aplicable a las ESI en el Real Decreto 217/2008 con la normativa anterior.

#### **Entidades de dinero electrónico: régimen jurídico**

La Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE) y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades, fue parcialmente incorporada al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. Dicha Ley les atribuyó la misma naturaleza que a las entidades de crédito, cuya actividad principal consiste en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico, así como su mismo régimen sancionador previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero* (BOE de 3 marzo), sobre el régimen jurídico de las EDE, que completa la incorporación al derecho español de la Directiva 2000/46/CE.

Siguiendo el modelo previsto en la Directiva, el régimen de creación de las EDE mantiene el esquema previsto para las restantes entidades de crédito: reserva de denominación, actividades, requisitos para la constitución de la entidad y documentos que han de contener las solicitudes de creación, en especial todos aquellos que hacen referencia a la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración y a los mecanismos de buena gestión interna y prevención del blanqueo de capitales.

RD 867/2001, de 20 de julio, y RD 629/1993, de 3 de mayo	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero
Topología y servicios de las ESI	
Son consideradas ESI: las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras	Se añaden a las anteriores las empresas de asesoramiento financiero, que tienen un régimen especial de autorización. Se hace mención a las restantes entidades que prestan servicios de inversión (entidades de crédito y sociedades gestoras de IIC), a las que les son de aplicación ciertas normas de organización interna y las normas de conducta
Se definen servicios de inversión y servicios auxiliares, entre otros, los siguientes: la recepción, la transmisión y la ejecución de las órdenes por cuenta de terceros; la negociación por cuenta propia; la gestión de carteras de inversión; la mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación y aseguramiento de las emisiones y OPA; el depósito y administración de los instrumentos financieros; el alquiler de cajas de seguridad; la concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre instrumentos financieros, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo; el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas; la actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión	Se añade, fundamentalmente, el asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la ESI, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros, la gestión de sistemas multilaterales de negociación (SMN) y la realización de ciertos servicios auxiliares para determinadas ESI conforme a su régimen jurídico específico
Régimen general	
Corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, autorizar la creación de las empresas de servicios de inversión o la transformación de una sociedad en dicha categoría	Sin cambios
Contar con un consejo de administración formado por no menos de cinco miembros en las sociedades de valores, y por no menos de tres en las agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, que serán personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional	Contar con un consejo de administración formado por no menos de tres miembros, que serán personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional
Contar con una buena organización administrativa y contable y con medios técnicos y humanos adecuados con relación a su programa de actividades, así como con procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad. En especial, el Consejo de Administración deberá establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les correspondan	Sin cambios significativos
Adherirse, en el caso de sociedades y agencias de valores, a un fondo de garantía de inversores en los términos establecidos por su regulación específica y, en el caso de las sociedades gestoras de carteras, concertar un seguro de responsabilidad civil con una entidad financiera legalmente habilitada	Adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones en los términos establecidos por su regulación específica. Este requisito no será de aplicación a las empresas de asesoramiento financiero
Las ESI deberán tener formulado en todo momento ante la CNMV un programa de actividades en el que harán constar los servicios de inversión y auxiliares y las actividades accesorias, detallando, asimismo, los instrumentos a los que se refieren y la organización y los medios de que disponen	Sin cambios significativos
Capital social inicial y fondos propios	
Las sociedades de valores: 2.000.000 de euros. Las agencias de valores, cuando pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios, o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, o bien incluyan en su programa de actividad el depósito de valores y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio: 500.000 euros. En caso contrario, y cuando no incluyan en su programa de actividad el depósito de valores ni la recepción de fondos del público: 300.000 euros. Las sociedades gestoras de carteras: 100.000 euros. Cuando la ESI realice el servicio de gestión discrecional de carteras, sus fondos propios, en ningún caso, podrán ser inferiores al 5% del volumen de la cartera gestionada	Las sociedades de valores: sin cambios. Las agencias de valores: sin cambios. Como novedad, cuando únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes: 120.000 euros; o un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval u otra garantía equivalente, con una cobertura mínima de 2,5 millones de euros por reclamación de daños, y un total de 3,5 millones de euros anuales para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos. Las sociedades gestoras de carteras: sin cambios. Las empresas de asesoramiento financiero: 50.000 euros; o un seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía equivalente con una cobertura mínima de un millón de euros por reclamación de daños, y un total de 1,5 millones de euros anuales para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos
Coeficiente de liquidez	
Las ESI, a excepción de las sociedades gestoras de carteras, deberán mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez, como porcentaje sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras, con un mínimo del 10%	Se mantiene igual, pero quedan exceptuadas también las empresas de asesoramiento financiero y las agencias de valores que únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes

FUENTES: BOE y Banco de España.



RD 867/2001, de 20 de julio, y RD 629/1993, de 3 de mayo	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero
Actividad transfronteriza de las ESI	
Apertura de sucursales en España por ESI extranjeras: de países no comunitarios, requerirá la autorización del ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV. De países comunitarios, no requerirá autorización, solo comunicación a la CNMV de la autoridad supervisora	Sin cambios
Apertura de sucursales en el extranjero por ESI españolas: para países no comunitarios, necesitarán autorización de la CNMV. Para países comunitarios, la CNMV lo comunicará a la autoridad competente de dicho Estado	Sin cambios
Requisitos organizativos y gestión de riesgos	
No se contempla	Requisitos generales de organización: emplear personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios; llevar un registro ordenado y adecuado de su actividad y organización interna; garantizar que las personas cumplan sus distintos cometidos de forma adecuada, honesta y profesional, y contar con sistemas y procedimientos para salvaguardar la seguridad, integridad y confidencialidad de la información
No se contempla	Gestión de riesgos: políticas de gestión del riesgo que permitan determinar los riesgos derivados de sus actividades, procesos y sistemas y, en su caso, establecer el nivel de riesgo tolerado por la entidad; procesos y mecanismos eficaces para gestionar los riesgos conexos a las actividades, procesos y sistemas de la entidad en función de su nivel de tolerancia del riesgo; comprobar que las políticas y los procedimientos de gestión del riesgo son adecuados y eficaces
No se contempla	Registros obligatorios: mantenimiento de registros; registro de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros y registro de operaciones, protección de los activos de los clientes, política de gestión de los conflictos de interés, etc.
Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión	
No se contempla	Las ESI deben notificar a sus clientes existentes y a los nuevos la clasificación de clientes en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. También deben comunicar a sus clientes que les asiste el derecho, en su caso, a exigir una clasificación distinta, indicando las limitaciones que esa nueva clasificación podría suponer en cuanto a la protección del cliente
No se contempla	Se establecen requisitos generales de información sobre las ESI y sobre sus servicios a los clientes minoristas, incluidos los potenciales. También requisitos de información sobre los instrumentos financieros y sus riesgos, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional, así como información sobre costes y gastos asociados
No se contempla	Régimen de las tarifas: las ESI establecerán libremente sus tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles. Las tarifas deberán incluirse en un folleto cuyo contenido determinará el ministro de Economía y Hacienda, y cuyos modelos serán elaborados por la CNMV y por el Banco de España. Este último corresponde al mercado de deuda pública en anotaciones, y deberá redactarse de forma clara, concreta y fácilmente comprensible por la clientela

FUENTES: BOE y Banco de España.

Las EDE, al igual que el resto de las entidades de crédito, quedan sujetas a la supervisión y control de su actividad por parte del Banco de España. En este sentido, las EDE deberán informar al Banco de España de su estructura de capital y, especialmente, de la presencia en el accionariado de otras entidades financieras y de accionistas con porcentajes superiores al 2,5% del capital social.

No obstante, el Real Decreto también contempla las especiales características de las EDE, con un régimen diferenciado en determinados aspectos. Por un lado, se establecen distintos requisitos relacionados con la supervisión cautelar y la no sujeción a determinados preceptos de la normativa bancaria, mientras que, por otro, se limitan las actividades que tales entidades pueden llevar a cabo y se impone un régimen de inversiones obligatorias en determinados activos. A estas entidades se les exige un capital inicial mínimo de un millón de euros y unos fondos propios permanentes, iguales o superiores al 2% del saldo de sus pasivos financieros derivados del dinero electrónico emitido en circulación o de la media de dicho saldo durante los seis meses precedentes, si este último importe fuese superior. En la medida en que el



soporte al que se incorporase el dinero electrónico fuera nominativo, o cuando la recepción de los fondos cambiados por dinero electrónico estuviera ligada a una cuenta representativa de un depósito constituido por su titular, estarían obligadas a acogerse a un sistema de garantía de depósitos.

En cuanto a la limitación a las inversiones, las EDE deberán realizar una serie de inversiones obligatorias en un determinado conjunto de activos. Así, deberán invertir un importe no inferior al de sus obligaciones financieras derivadas del dinero electrónico en circulación bien en activos con una ponderación de riesgo de crédito del 0% y un suficiente grado de liquidez, bien en depósitos a la vista de entidades de crédito de determinados países, siempre y cuando dichos países no reescalonen su deuda pública exterior (es decir, no establezcan nuevos calendarios de pago), o bien en determinados instrumentos de deuda que cumplan con los requisitos establecidos en la norma. Los dos últimos grupos de inversiones no podrán superar en 20 veces el volumen de los fondos propios de la entidad y estarán sujetos a las mismas limitaciones que las del resto de las entidades de crédito. También se contempla el régimen de utilización de productos derivados que sirvan de cobertura de los riesgos de mercado.

En otro apartado de la norma, se recoge el régimen de exención. Cabe reseñar que, de las tres exenciones recogidas por la Directiva 2000/46, tanto la Ley 44/2002 como este Real Decreto solo contemplan una. Así, podrán quedar eximidas de algunas de sus disposiciones aquellas entidades que emitan dinero electrónico que sea aceptado como medio de pago únicamente por cualquier filial de la entidad que realice funciones operativas u otras funciones auxiliares relativas al dinero electrónico emitido o distribuido por la entidad, por la empresa matriz de la entidad o por cualquier filial de dicha empresa matriz. Esta circunstancia quedará reflejada en el Registro Especial de Entidades de Dinero Electrónico del Banco de España, y tan solo excluye a las entidades eximidas de las limitaciones a la actividad previstas en el Real Decreto, de los requisitos del capital inicial mínimo, del nivel de fondos propios y de las limitaciones a las inversiones.

Finalmente, se establece el régimen sancionador de estas entidades, refiriéndolo al de las restantes entidades de crédito, y se contempla la posible transformación de una EDE en banco por el procedimiento ya previsto para cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito.

***Deuda del Estado:  
condiciones de emisión  
durante 2008 y enero  
de 2009***

La Ley 51/2007, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2008, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incremente la deuda del Estado en el año 2008, con la limitación de que el saldo vivo de la misma a 31 de diciembre de 2008 no supere el correspondiente saldo a 1 de enero de 2008 en más de 7.694,4 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *ORDEN EHA/15/2008, de 10 de enero* (BOE del 17), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2008 y enero de 2009, y dos *Resoluciones de 21 de enero de 2008*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 28 de enero), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para 2008 y enero de 2009.

En sentido amplio, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes en años anteriores. Asimismo, al igual que en 2007, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

La principal novedad de la Orden hace referencia a las operaciones de gestión de tesorería que puede realizar el Tesoro. En la actualidad, estas operaciones se limitaban a la cesión del saldo del Tesoro en el Banco de España a las entidades de crédito, a través de las denominadas «subastas de liquidez», así como a operaciones activas de préstamo a otros Estados de la Unión Europea o a entidades que gozasen de la garantía expresa de aquellos. En particular, se amplía la gama de operaciones de adquisición temporal de activos siempre que tengan por objeto valores de alta calidad crediticia negociados en mercados regulados. Dichas operaciones se formalizarán con los creadores de mercado de letras del Tesoro que hayan resultado adjudicatarios en las subastas.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores, es decir, mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), y mediante cualquier técnica que se considere adecuada en función del tipo de operación de que se trate. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

#### LETRAS DEL TESORO

Para el año 2008 se mantienen, básicamente, los criterios y procedimientos de emisión, al igual que la obligación de elaborar un calendario anual de subastas que se acompaña en la Resolución. Se mantienen las emisiones a doce meses y, como novedad, se reinician a partir del mes de octubre las letras a tres meses para compensar la estacionalidad de la tesorería del Estado. Estas últimas, interrumpidas en 2005, sustituyen a las letras a seis meses utilizadas durante 2007. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las convocadas.

Las subastas tendrán lugar el tercer miércoles de cada mes, periodicidad con la que se ponen en oferta las letras a tres y doce meses, pudiendo diferir los plazos de emisión de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de los vencimientos, que son también mensuales, y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión a los tenedores. De esta forma, se mantiene la agrupación de emisiones en letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de este instrumento y consolidar su mercado.

Asimismo, se mantiene la forma de presentar las peticiones en las subastas, es decir, en términos de tipo de interés, tal como cotizan las letras en los mercados secundarios, facilitándose con ello la presentación de peticiones. Los procedimientos, las cuantías mínimas y las condiciones son iguales que en años anteriores.

Por último, a las subastas les seguirá, como en años previos, una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de las letras del Tesoro, y que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

#### BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2007, y el calendario anual de subastas se acompaña en la Resolución, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones que se ponen en oferta tri-

mestralmente en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá decidir, en la Resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que se hubiesen fijado en el calendario trimestral antes citado.

Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos, y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción a reanudar la emisión a quince años, y se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez en los mercados secundarios y atender la demanda de los inversores.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas, siguiendo las mismas características citadas en el apartado anterior. Irán seguidas, como en el caso de las letras, de una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

***Emisores con valores  
admitidos a negociación  
en mercados regulados:  
información periódica***

Se ha publicado la *Circular de la CNMV 1/2008, de 30 de enero* (BOE del 15 de febrero), sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados (en adelante, los emisores), relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales.

La circular desarrolla los modelos de información periódica relativos a cuentas anuales resumidas, individuales y consolidadas, de carácter semestral, así como las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, el contenido de los informes financieros trimestrales.

Los emisores de acciones o valores de deuda cotizados deberán remitir a la CNMV lo siguiente: un informe financiero semestral relativo a los seis primeros meses del ejercicio y, en el caso de emisores de acciones cotizadas, uno segundo semestral referido a los doce meses del ejercicio. Esta última obligación no será de aplicación cuando el informe financiero anual se haya hecho público en los dos meses siguientes a la finalización del ejercicio al que se refiere. Adicionalmente, los emisores de acciones cotizadas deberán remitir determinada información trimestral.

En cuanto a los modelos de información, dada la diferente naturaleza de los emisores y de la normativa contable aplicable, se establecen tres tipos de formatos, que corresponden, respectivamente, al modelo general, al de las entidades de crédito y al de las entidades aseguradoras.

Los informes financieros semestrales tendrán un plazo máximo de publicación y de difusión de dos meses después de la fecha de finalización del período al que se refieren, y comprenderán las cuentas anuales resumidas individuales y, en su caso, consolidadas, así como el informe de gestión intermedio y, como novedad, las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido. Estas últimas deberán ser asumidas por los administradores del emisor, cuyos nombres y cargos se indicarán claramente en el apartado específico de los modelos semestrales. Cuando el emisor deba presentar cuentas anuales resumidas consolidadas, no será necesario confeccionar las de carácter individual, bastando a estos efectos la cumplimentación de determinada información de tipo estadístico.

Por otro lado, el emisor publicará dos declaraciones intermedias (antiguos informes trimestrales), en un plazo de 45 días desde la finalización del primer y tercer trimestres del ejercicio, que

contendrán la información del período transcurrido entre el comienzo del ejercicio económico y la fecha de finalización de cada trimestre. Las declaraciones intermedias incluirán, al menos, una explicación de los hechos y operaciones significativos que hayan tenido lugar en el período correspondiente y su incidencia en la situación financiera del emisor y de sus empresas controladas, y una descripción general de la situación financiera y de los resultados del emisor y sus empresas controladas durante el período correspondiente. Dichas declaraciones no serán exigibles cuando el emisor publique, de forma voluntaria y dentro del mismo plazo, informes financieros trimestrales relativos al período transcurrido entre el inicio del ejercicio económico y la fecha de finalización del primer y tercer trimestre.

Del mismo modo, se especifica el contenido de las cuentas anuales resumidas tanto individuales como, en su caso, consolidadas, diferenciando para las primeras a los emisores domiciliados en España de los de otros países miembros de la Unión Europea, aunque, en ambos casos, los estados financieros que sean obligatorios deberán estar adaptados al modelo resumido establecido en el Real Decreto 1362/2007.

La presentación de la información será remitida a través del sistema CIFRADO/CNMV del Registro Electrónico de la CNMV, u otro similar que, en su caso, pudiera sustituirlo, y según el modelo y requisitos técnicos establecidos a estos efectos en cada momento.

Por último, la circular, que entró en vigor el pasado 6 de marzo, resultará de aplicación a los informes financieros semestrales y a las declaraciones intermedias que se refieran a períodos que comiencen el 1 de enero de 2008.

**Regulación  
de los contratos de  
liquidez en los mercados  
de valores**

Recientemente, se ha publicado la *Circular de la CNMV 3/2007, de 19 de diciembre* (BOE del 12 de enero), de la CNMV, que regula las condiciones que deben satisfacer los contratos de liquidez a efectos de su calificación como práctica de mercado aceptada.

Dichos contratos deberán tener por objeto la provisión de liquidez por parte de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito (en adelante, intermediario financiero) que, actuando por cuenta del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor, con el único fin de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización. Estas operaciones se realizarán, dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada por la junta general de accionistas del emisor, para la adquisición de acciones propias.

Conforme establece la Circular, los contratos deberán cumplir determinados requisitos, entre ellos, el requisito de independencia de actuación del intermediario financiero (que deberá ser único por cada clase de acción), el requisito de continuidad, el de destino de los fondos y el de disponibilidad.

Respecto al desempeño de su actividad en el marco del contrato de liquidez, el intermediario financiero operará en los mercados secundarios oficiales españoles, a través del mercado de órdenes, conforme a las normas de contratación y dentro de los horarios habituales de negociación de estos, y se abstendrá de comprar o vender mediante aquellas operaciones de bloques en las que su contrapartida esté deshaciendo una posición previamente abierta mediante operaciones en el mercado de órdenes y la ofrezca al precio medio ponderado de dichas operaciones.

Asimismo, no deberá ejercer una posición dominante en la contratación de las acciones del emisor, por lo que nunca se superará el 25% del promedio diario del mercado de órdenes

del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores. Además, durante los períodos de subasta, y muy especialmente en la de cierre, el intermediario financiero deberá extremar su cautela, para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios. En cualquier caso, sus operaciones no deberán originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento normal de este o inducir a error a terceros. A estos efectos, el precio de las órdenes de compra no podrá superar el de la última transacción realizada, o el más alto ofertado en el carné de órdenes, si este fuera mayor. Por su parte, las órdenes de venta no podrán realizarse por un precio inferior al de la última transacción, o inferior al más bajo existente en las órdenes de venta del carné de órdenes, si este fuera menor.

El emisor no deberá realizar, directa o indirectamente, ninguna operación adicional sobre sus propias acciones durante la vigencia de un contrato de liquidez, con excepción de las que pueda efectuar en los supuestos contemplados en la Circular en los que el contrato queda en suspenso. Tampoco podrá utilizar la cuenta de valores para la adquisición de acciones con el objetivo de aumentar su autocartera.

Por otro lado, la norma establece unos requisitos mínimos de información entre el emisor y el intermediario, debiéndose observar especialmente las normas que sobre información privilegiada se establecen en la Ley del Mercado de Valores. Respecto a la información pública, el emisor deberá comunicar la suscripción del contrato de liquidez a la CNMV como información relevante, identificando al intermediario financiero, a los valores, al mercado en el que se realizarán las operaciones y el período de vigencia, así como el número de acciones y efectivo destinados a la cuenta de valores y a la cuenta de efectivo, respectivamente. Cuando el contrato de liquidez quede resuelto, el emisor informará de las operaciones sobre sus propias acciones efectuadas al amparo de este, así como el saldo de la cuenta de valores y de la cuenta de efectivo, a la fecha del período del que se informa y a la firma del referido contrato.

Finalmente, debe significarse que, sin perjuicio de lo anterior, las operaciones realizadas al amparo de un contrato de liquidez que no satisfaga las condiciones establecidas en la Circular no deberán considerarse por sí solas como abuso de mercado.

#### **Modelos de notificación de participaciones significativas a la CNMV**

Se ha publicado la Circular de la CNMV 2/2007, de 19 de diciembre (BOE de 10 enero de 2008), de la CNMV, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos.

La Circular tiene por objeto establecer los modelos de notificación que han de utilizarse para la remisión a la CNMV de la información correspondiente a los emisores cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado. Estos modelos se han elaborado en función de los sujetos obligados a notificar, esto es: los accionistas significativos que no tengan la condición de consejeros, los consejeros, los directivos, los propios emisores que tengan que notificar operaciones realizadas con acciones propias, y los creadores de mercado que deseen acogerse a la excepción de notificar participaciones significativas. Asimismo, se han adaptado a la distinta naturaleza de los diversos instrumentos sobre los cuales hay que realizar las notificaciones, básicamente: acciones con derechos de votos atribuidos, derechos de voto o instrumentos financieros ligados a acciones. Junto con los modelos de notificación, las personas obligadas deberán remitir una información complementaria, que, aunque no tendrá carácter público, proporcionará a la CNMV diversos datos identificativos sobre el sujeto obligado y el declarante, imprescindibles para su labor de supervisión.

Finalmente, la Circular fija la forma de notificación y los plazos máximos que deben observarse para su remisión a la CNMV.

**Modificación del modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas**

Tanto la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, como la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, atribuyeron a la CNMV, entre otras habilitaciones, la de detallar el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo (en adelante, IAGC) de las sociedades cotizadas. Este detalle fue introducido por la CCNMV 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el IAGC de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

Más adelante, el Consejo de la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno (elaborado por un Grupo de Trabajo ad hoc creado por el Consejo de Ministros), que contiene los principios de buen gobierno corporativo que debería seguir toda sociedad cotizada. Toda vez que estos principios deben tomarse como referencia al presentar los IAGC de los ejercicios 2007 y siguientes, se hacía necesario introducir algunas modificaciones y nuevos apartados en el modelo de informe hasta ahora existente.

Con este fin, se publicó la CCNMV 4/2007, de 27 de diciembre (BOE del 14 de enero), de la CNMV, por la que se modifica el modelo de IAGC de las sociedades anónimas cotizadas, que incorpora las recomendaciones recogidas en el Código Unificado de Buen Gobierno, que figuran en el anejo de la Circular.

Conforme a los principios básicos del Código Unificado, entre los que sobresale la voluntariedad en el cumplimiento de las recomendaciones, las sociedades son libres para cumplir o no tales recomendaciones o para cumplirlas solo parcialmente, con la única condición de ofrecer las oportunas explicaciones. Consecuentemente, las sociedades no están obligadas a cumplimentar la totalidad de los nuevos apartados incluidos en el informe; en este supuesto, deberán cumplimentar el apartado establecido para dar las correspondientes explicaciones. En todo caso, el IAGC debe difundirse como hecho relevante.

**Modificación de la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial. Cálculo de la rentabilidad de los planes de pensiones**

Se ha publicado la Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero (BOE del 21), por la que se desarrolla la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, del régimen de inversiones y de procedimientos registrales, a la vista de las modificaciones normativas introducidas en el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. También se incluyen en la Orden desarrollos puntuales de las normas reglamentarias sobre procedimientos administrativos de autorizaciones y comunicaciones registrales, así como de integración de planes de empleo en fondos de pensiones en el ámbito de la actividad transfronteriza.

En primer lugar, se actualiza la normativa referente a la actividad profesional de los actuarios en materia de planes de pensiones, y se delimitan sus funciones.

En segundo lugar, en la definición de los criterios generales a que se han de ajustar las hipótesis demográficas, financieras y económicas, se admiten los procedimientos y métodos contrastados técnicamente, con la prudencia que requieren los cálculos a largo plazo y los múltiples elementos de riesgo que pueden afectar a los planes de prestación definida y mixtos.

En relación con las hipótesis económicas y financieras, se tienen en cuenta la experiencia de los últimos años en el sector y la evolución de los tipos de interés que sean más acordes con las rentabilidades realmente obtenidas. Por lo que se refiere a las hipótesis demográficas, se han definido los requisitos que deben cumplir las tablas de mortalidad, supervivencia e invalidez que se aplicarán a los planes de pensiones, con el fin de evitar el desfase que puede suponer la utilización de tablas demográficas basadas en experiencias alejadas en el tiempo.

Con respecto a las distintas magnitudes actuariales, se clarifican determinados aspectos relativos a la cuantificación y definición de las mismas, distinguiendo entre aportaciones y contribuciones ordinarias y aportaciones y contribuciones excepcionales, estableciendo las normas generales aplicables para el cálculo de las provisiones matemáticas y otras magnitudes actuariales, o regulando específicamente determinados aspectos relativos a los planes de pensiones asegurados.

La Orden introduce una delimitación de los métodos aplicables, normalizando y limitando el contenido de la base técnica frente a la diversidad terminológica y conceptual existente, dada la trascendencia que tiene la aplicación de uno u otro método de valoración actuarial para la determinación del coste anual del plan. Los métodos de valoración actuarial aplicables podrán basarse en la asignación de beneficios o del coste.

Por otro lado, se sistematizan los requisitos y medidas que deberán adoptarse en el caso de la aplicación de excedentes o del tratamiento del déficit que se ponga de manifiesto en un plan de pensiones, introduciendo, como novedad, la regulación de los requisitos que deberá cumplir el plan de amortización del déficit. Por último, se aclaran determinados aspectos de la cuantificación y movilización de los derechos consolidados de los partícipes en relación con el criterio general de no penalización y sus excepciones.

Otro apartado importante de la Orden hace referencia al régimen jurídico en materia de inversiones de los fondos de pensiones. Dentro del mismo, se precisa lo que debe entenderse por agentes financieros a efectos de la norma reglamentaria; se desarrolla el régimen aplicable a los instrumentos derivados, determinándose los requisitos que les resultan exigibles según tengan o no la condición de negociados en mercados regulados del ámbito de la OCDE; y se concreta el concepto de activo financiero estructurado, su tipología y los requisitos que ha de cumplir, estableciendo los criterios de calificación crediticia aplicables.

Por otro lado, la Orden desarrolla determinados aspectos de los procedimientos administrativos de autorización e inscripción, necesarios para el acceso a la actividad de los fondos de pensiones y sus entidades gestoras y depositarias, así como para determinadas modificaciones de los fondos de pensiones, y para la fusión y escisión de las entidades gestoras. Asimismo, dicta normas de desarrollo del deber de comunicación de modificaciones de la información contenida en los Registros Especiales de Fondos de Pensiones y de Entidades Gestoras y Depositarias.

Por último, desarrolla algunos aspectos sobre los procedimientos administrativos de integración de planes de pensiones de empleo en fondos de pensiones de empleo en el ámbito de la actividad transfronteriza, y sobre la llevanza de un Registro de fondos de pensiones de empleo de otros Estados miembros que actúen en España, y se establecen los cuestionarios que han de cumplimentar los altos cargos y los socios con participación significativa de las entidades gestoras.

En otro orden de cosas, cabe reseñar la reciente *Resolución de 26 de febrero de 2008* (BOE de 1 de marzo), de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, sobre el método



**Normas relativas  
a la contabilidad  
de las instituciones de  
inversión colectiva**

de cálculo de la rentabilidad de los planes de pensiones, conforme lo habilitó el citado Real Decreto 304/2004. La rentabilidad tal como se define en esta resolución formará parte de la publicidad por la que se ofrezcan planes de pensiones o se divulgue información sobre estos, cualquiera que sea el medio o soporte utilizado para ello, incluidas las circulares, llamadas y cartas personalizadas que formen parte de una campaña de difusión.

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, desarrolló reglamentariamente la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y, entre otros aspectos, facultó al ministro de Economía y Hacienda y a la CNMV el desarrollo de determinados aspectos del régimen jurídico de estas entidades.

En virtud de dicha facultad, se ha publicado la *Orden EHA/35/2008, de 14 de enero* (BOE del 22), por la que se desarrollan diversos aspectos relativos a la contabilidad y la determinación del patrimonio de las IIC, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo, las IIC cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, así como los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC.

En lo relativo a las normas específicas de contabilidad, la Orden habilita a la CNMV para que dicte las disposiciones necesarias en aspectos tales como criterios de valoración, cuentas anuales, determinación de los resultados, determinación de los estados complementarios de información reservada de las IIC, y frecuencia y detalle con que los datos deban ser suministrados a la CNMV. Para ello, se tendrá en cuenta la naturaleza específica de las IIC y su configuración como entidades financieras abiertas, lo que exige adaptar las normas de contabilidad y los criterios de valoración y clasificación de los activos a estas circunstancias. En todo caso, tanto el establecimiento o modificación de modelos contables, como el desarrollo de normas específicas relacionadas con ellos (en especial la alteración de criterios de valoración), requerirán el informe previo del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

A efectos del cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinación del patrimonio de las IIC, la norma se limita a definir el valor efectivo del patrimonio de estas instituciones como el valor estimado de realización de los activos e instrumentos financieros que componen su cartera. Adicionalmente, faculta a la CNMV para que establezca las disposiciones necesarias para la determinación del patrimonio de las IIC y para el control del cumplimiento de los coeficientes de diversificación del riesgo establecidos en el Reglamento. En el caso de que en una IIC existan compartimentos, los coeficientes de diversificación contemplados se medirán a nivel de compartimento.

Por otro lado, la Orden define a las IIC cuya política de inversión consiste en replicar o reproducir un determinado índice bursátil o de renta fija como aquellas cuya rentabilidad no sufre desviaciones significativas frente al índice de referencia. A estos efectos, la CNMV establecerá la desviación máxima permitida en la rentabilidad de la IIC respecto al índice de referencia y su forma de cálculo.

Respecto a las IIC cuya política de inversión consiste en tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, se amplía del 10% al 20% del patrimonio el límite de diversificación del riesgo en determinados activos, con el fin de dotarles de la misma capacidad para invertir en contado que las IIC que repliquen un índice.

Por último, la Orden enumera los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y de control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC, señalando, entre otros aspectos, que dichas sociedades deberán contar con una adecuada organización administrativa y contable,



así como con medios técnicos y humanos y procedimientos o mecanismos de control adecuados a los objetivos de inversión de las IIC que gestionen, habilitando, de nuevo, a la CNMV para su desarrollo.

### **Hechos relevantes de las instituciones de inversión colectiva**

El Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, habilitó a la CNMV para determinar la forma, el contenido y los plazos de comunicación de los hechos relevantes de estas instituciones, y la facultó para exigir a las IIC extranjeras comercializadas en España cualquier información que sea necesaria para el cumplimiento de sus obligaciones de supervisión.

Haciendo uso de dicha habilitación, se ha publicado la *CCNMV 5/2007, de 27 de diciembre* (BOE de 17 de enero), de la CNMV, sobre hechos relevantes de las IIC, con la intención de recopilar los hechos relevantes que deben ser comunicados por las IIC domiciliadas en España, agilizar su difusión y precisar la información que deben remitir las IIC extranjeras comercializadas en España.

A estos efectos, la Circular establece varios hechos relevantes que la CNMV, una vez tramitados los correspondientes expedientes administrativos, publicará de oficio en su página web, sin necesidad de comunicación por parte de la entidad afectada. Son los siguientes: a) la sustitución de la sociedad gestora o del depositario de fondos de inversión, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera; b) aquellas decisiones que den lugar a la obligación de actualizar los elementos esenciales del folleto informativo; c) la autorización del proceso de fusión en el que participe un fondo de inversión, y d) cualquier modificación del reglamento de un fondo de inversión que requiera autorización previa de la CNMV. De igual forma, se publicarán de oficio los hechos relevantes que se deriven de una decisión de la CNMV.

El resto de los supuestos establecidos en la Circular se comunicarán, al igual que, en su caso, los anteriores, por vía telemática a la CNMV, una vez que se haya producido el hecho relevante.

Las IIC extranjeras autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea y comercializadas en España deberán comunicar a la CNMV también por vía telemática, en los mismos términos y plazos establecidos en la legislación del país de origen, toda la información prevista por dicha legislación que presente un carácter adicional a la que obligatoriamente deben entregar a los inversores españoles.

### **Directivas comunitarias: competencias atribuidas a la Comisión Europea en el ámbito financiero**

Con el fin de dotar de una mayor eficiencia a la aplicación de la normativa comunitaria, se han publicado una serie de directivas europeas que atribuyen determinadas competencias a la Comisión Europea para realizar adaptaciones técnicas, ampliar o completar disposiciones, que tengan en cuenta, entre otras cosas, la evolución tecnológica de los mercados financieros, así como garantizar la aplicación uniforme de dichas directivas dentro de la Unión Europea.

En el ámbito financiero, cabe reseñar la publicación de las siguientes directivas:

La *Directiva 2008/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La Directiva faculta a la Comisión para que establezca determinadas adaptaciones técnicas y medidas de ejecución relativas a la determinación de fondos propios, y la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones al riesgo.

La *Directiva 2008/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la *Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre*, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero. La Directiva otorga competencias a la Comisión con objeto de que clarifique los aspectos técnicos de algunas definiciones que figuran en dicha Directiva, a fin de tener en cuenta los cambios que se han producido en los mercados financieros y las técnicas prudenciales de supervisión.

La *Directiva 2008/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la *Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero*, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). La Directiva concede competencias a la Comisión para que tome las medidas necesarias para la ejecución de la *Directiva 2003/6/CE*, en especial, elaborar o completar las disposiciones de dicha Directiva mediante modalidades técnicas que permitan la publicación de información privilegiada y de listas de personas con acceso a información privilegiada, y la notificación a las autoridades competentes sobre operaciones y actividades sospechosas del personal directivo, y presentar los trabajos de investigación.

La *Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la *Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio*, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. La Directiva confiere competencias a la Comisión para que, entre otras cosas, adapte las disposiciones de la *Directiva 2006/49/CE* en lo relativo a la determinación de fondos propios, a la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones, y a las categorías de empresas de inversión que están sujetas a la citada Directiva.

La *Directiva 2008/22/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la *Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre*, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, para otorgar competencias a la Comisión. En especial, con el objeto de especificar los aspectos técnicos de algunas definiciones establecidas en la *Directiva 2004/109/CE*, la duración máxima del ciclo corto de liquidación, el calendario de días de mercado, las circunstancias en las que una persona debiera haber tenido conocimiento de la adquisición o cesión de los derechos de voto, las condiciones de independencia que deberán cumplir los creadores de mercado y las sociedades de gestión, la naturaleza de la revisión del auditor, el contenido mínimo del resumen de los estados financieros, los procedimientos de notificación y divulgación de las participaciones importantes, y los procedimientos de archivo de la información regulada con el organismo competente del Estado miembro de origen de los emisores, así como especificar normas mínimas para los mecanismos destinados al almacenamiento.

La *Directiva 2008/20/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la *Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre*, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo. La Directiva confiere competencias a la Comisión con el fin de que especifique los aspectos técnicos de algunas definiciones establecidas en la *Directiva 2005/60/CE*, fije criterios técnicos con vistas a evaluar si las situaciones de que se trate plantean escaso o elevado riesgo de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, y si está justificado no aplicar lo dispuesto en esa Directiva a determinadas personas físicas o jurídicas que realicen actividades financieras con carácter ocasional o de manera muy limitada, y adapte los importes contemplados en esa Directiva,

tomando en consideración la evolución de la situación económica y los cambios en la normativa internacional.

La *Directiva 2008/18/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modifica la Directiva 85/611/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Su finalidad es otorgar competencias a la Comisión para que adopte las medidas necesarias para la aplicación de la Directiva 85/611/CEE, y adapte la terminología y las definiciones principales de acuerdo con los actos subsiguientes relativos a los OICVM y a otros asuntos relacionados, en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión.

La *Directiva 2008/11/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, para conferir competencias a la Comisión para que adapte definiciones, y elabore o complete las disposiciones de la Directiva 2003/71/CE, mediante la especificación detallada de la forma y los contenidos de un folleto.

Antes del 31 de diciembre de 2010 y, a continuación, cada tres años como mínimo, la Comisión revisará las disposiciones relativas a sus competencias de ejecución otorgadas por las directivas reseñadas, y presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento de dichas competencias.

**Obligaciones  
de los notarios  
en el ámbito  
de la prevención del  
blanqueo de capitales**

En la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales, modificada por la Ley 19/2003, de 4 de julio, y desarrollada por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, se ha recogido la normativa básica de la prevención del blanqueo de capitales. Posteriormente, la Orden EHA/2963/2005, de 20 de septiembre, reguladora del Órgano Centralizado de Prevención en materia de blanqueo de capitales en el Consejo General del Notariado, incluyó medidas destinadas a evitar la utilización de la actividad de los fedatarios públicos en procesos de blanqueo de capitales.

En esa misma línea de actuación, se ha publicado la *Orden EHA/114/2008, de 29 de enero* (BOE del 31), reguladora del cumplimiento de determinadas obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales.

En la Orden se establecen determinadas obligaciones de los notarios en cuanto a la identificación de clientes (tanto personas físicas como jurídicas), la conservación de los documentos empleados en la identificación del cliente (durante un período de seis años), así como los procedimientos de control interno y de comunicación dirigidos a la prevención del blanqueo de capitales.

Cabe reseñar que los notarios deberán solicitar que les sea exhibida, para su incorporación al protocolo, la declaración de movimiento de medios de pago cuando la operación que autorizan se realice, o se haya realizado con anterioridad, en moneda metálica, billetes de banco o cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda, o cualquier medio físico —incluidos los electrónicos— concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe igual o superior a 100.000 euros, conforme a lo establecido en la Orden EHA/1439/2006, de 3 de mayo, reguladora de la declaración de movimientos de medios de pago en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales. Asimismo, estarán

obligados a comunicar al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (órgano regulado en la Ley 19/1993) las operaciones en que no les sea exhibida la declaración de movimiento de medios de pago. La comunicación de operaciones al Servicio Ejecutivo, así como la atención a los requerimientos de dicho órgano, se realizarán de modo telemático, sin perjuicio de la utilización de otros soportes cuando sea preciso. En cualquier caso, el sistema de comunicación empleado deberá asegurar la plena confidencialidad e integridad de la información transmitida.

**Reglamento de Defensa  
de la Competencia  
y Estatuto de la Comisión  
Nacional de la  
Competencia**

La Ley 15/2007, de 3 de julio, de defensa de la competencia, que derogó la anterior norma sobre la materia, tiene por objeto reforzar los mecanismos ya existentes, y dotarlos de unos determinados instrumentos y de una estructura institucional para proteger la competencia efectiva en los mercados, teniendo en cuenta el nuevo sistema normativo comunitario y las competencias de las comunidades autónomas en este ámbito.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero* (BOE del 27), por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia, conforme a la habilitación otorgada por la Ley 15/2007, que desarrolla la misma en cuanto a los procedimientos, el tratamiento de las conductas de menor importancia y el sistema de clemencia o exención y reducción de multa a aquellas empresas que colaboren en la lucha contra los cárteles. También se ha publicado el *Real Decreto 331/2008, de 29 de febrero* (BOE del 3 de marzo), por el que se aprueba el Estatuto de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC), previsto en la citada Ley, en el que se establecen las cuestiones relativas al funcionamiento y régimen de actuación de la CNC.

El Reglamento se estructura en dos títulos: el primero de ellos, «De la defensa de la competencia», desarrolla cuestiones sustantivas de la Ley, específicamente, aspectos relacionados con las conductas de menor importancia, las concentraciones económicas, las ayudas públicas y la promoción de la competencia. El segundo, «De los procedimientos en materia de defensa de la competencia», desarrolla distintos procedimientos regulados en la citada Ley.

En lo relativo a las conductas de menor importancia, se determinan los criterios para la delimitación de dichas conductas. Respecto a las concentraciones económicas, se desarrolla lo previsto en la Ley 15/2007 en cuanto a los umbrales de notificación, el cálculo de la cuota de mercado y el volumen de negocios y la valoración de las eficiencias económicas, derivadas de la operación de concentración.

En lo referente a las ayudas públicas, se establecen los mecanismos de información y comunicación, teniendo en cuenta la normativa comunitaria al respecto. Para ello, se crea un centro informativo telemático de las ayudas públicas nacionales.

En cuanto a los procedimientos en materia de defensa de la competencia, se desarrollan los distintos procedimientos regulados en la Ley 15/2007. Junto con el cómputo de los plazos y los requisitos de las notificaciones, se recogen en la norma el contenido de las facultades de inspección, así como la colaboración, en materia de poderes de investigación, con los órganos competentes, por una parte, con las comunidades autónomas y, por otra, con la Comisión Europea y otras autoridades nacionales de la competencia de otros Estados miembros.

Otro apartado importante es el relativo al procedimiento sancionador en materia de conductas prohibidas, que desarrolla, en este ámbito, los instrumentos incorporados en la Ley 15/2007, manteniendo un equilibrio entre los principios de seguridad jurídica y eficacia administrativa.

En relación con el Estatuto de la CNC, se desarrollan las cuestiones relativas a su naturaleza y régimen jurídico. La CNC está considerada entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda; se le reconoce una especial autonomía orgánica y funcional en el desarrollo de su actividad y para el cumplimiento de sus fines, así como plena independencia de las Administraciones Públicas, y sometimiento a esa Ley y al resto del ordenamiento jurídico.

11.4.2008.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.  
Componentes de la demanda. España y zona del euro 7\*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.  
Componentes de la demanda. España: detalle 8\*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.  
Ramas de actividad. España 9\*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10\*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11\*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12\*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13\*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal  
y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14\*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo  
en mercados nacionales 15\*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16\*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no  
energéticas. Precios del petróleo y del oro 17\*

### DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18\*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19\*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.  
España 20\*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21\*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona  
del euro 22\*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.  
España y zona del euro 23\*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24\*

### MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25\*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26\*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27\*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28\*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.  
España 29\*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30\*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31\*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32\*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).



TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60\*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 62\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 63\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65\*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

# 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

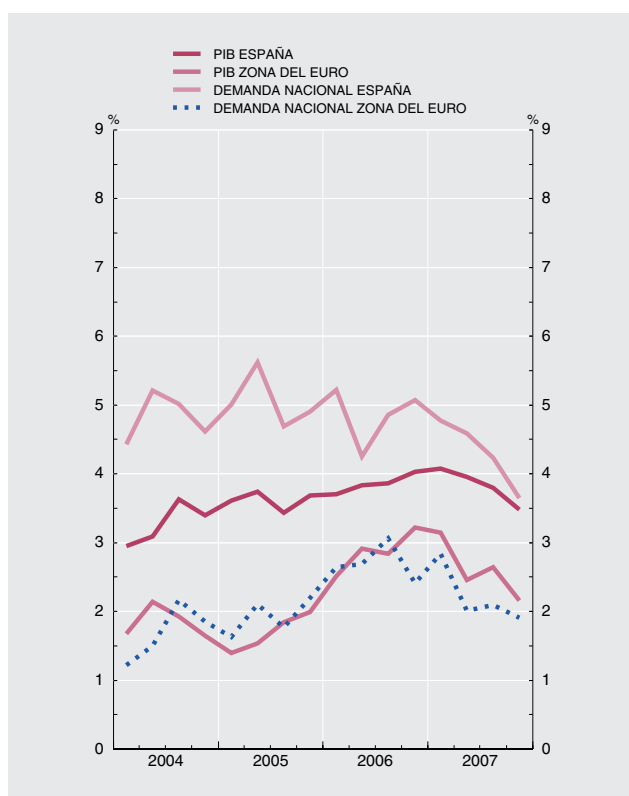
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	P	3,6	1,7	4,2	1,6	5,5	1,4	6,9	3,1	5,1	1,9	2,6	4,9	7,7	5,7	908	8 047
06	P	3,9	2,9	3,8	1,8	4,8	2,0	6,8	5,3	4,9	2,7	5,1	8,1	8,3	7,8	981	8 433
07	P	3,8	2,6	3,2	1,5	5,1	2,2	5,9	4,2	4,3	2,2	5,3	6,0	6,6	5,1	1 050	8 873
05 /	P	3,6	1,4	4,4	1,5	5,6	1,2	6,0	1,4	5,0	1,4	0,2	4,4	5,4	5,3	220	1 980
II	P	3,7	1,5	4,6	1,6	5,9	1,6	8,0	2,6	5,6	1,5	3,1	4,0	9,7	5,7	225	2 002
III	P	3,4	1,8	4,0	2,0	5,1	1,5	6,3	3,9	4,7	1,8	3,7	5,7	8,0	5,7	229	2 021
IV	P	3,7	2,0	3,9	1,4	5,4	1,6	7,2	4,6	4,9	2,0	3,4	5,5	7,7	6,2	234	2 044
06 /	P	3,7	2,5	4,1	1,8	4,9	2,3	7,8	4,9	5,2	2,5	5,7	8,7	10,6	9,4	238	2 067
II	P	3,8	2,9	3,5	1,8	4,0	1,7	5,7	5,8	4,3	2,9	4,9	7,9	6,1	7,5	243	2 099
III	P	3,9	2,8	3,7	1,7	4,8	1,9	6,8	4,9	4,9	2,8	4,2	6,6	7,5	7,4	247	2 120
IV	P	4,0	3,2	3,7	2,1	5,7	2,3	7,0	5,5	5,1	3,2	5,7	9,0	8,9	7,0	252	2 147
07 /	P	4,1	3,1	3,5	1,4	6,1	2,2	6,3	6,2	4,8	3,1	3,6	6,6	6,0	5,9	257	2 185
II	P	4,0	2,5	3,4	1,6	5,0	2,2	6,7	3,4	4,6	2,5	4,7	5,9	6,7	4,9	261	2 207
III	P	3,8	2,6	3,1	1,7	5,1	2,4	5,8	3,8	4,2	2,6	7,7	7,1	8,4	5,9	264	2 231
IV	P	3,5	2,2	2,7	1,1	4,4	1,8	4,8	3,2	3,6	2,2	5,1	4,4	5,4	3,8	268	2 250

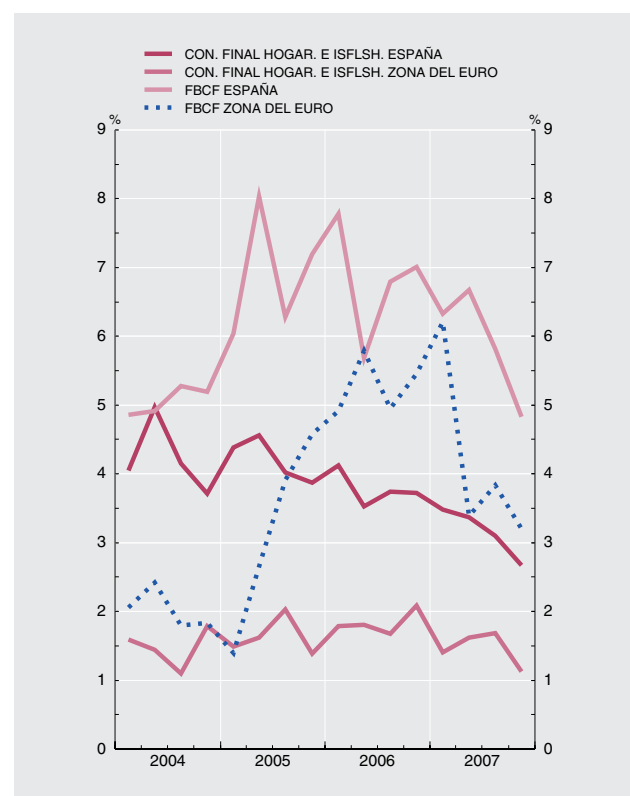
## PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



## COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

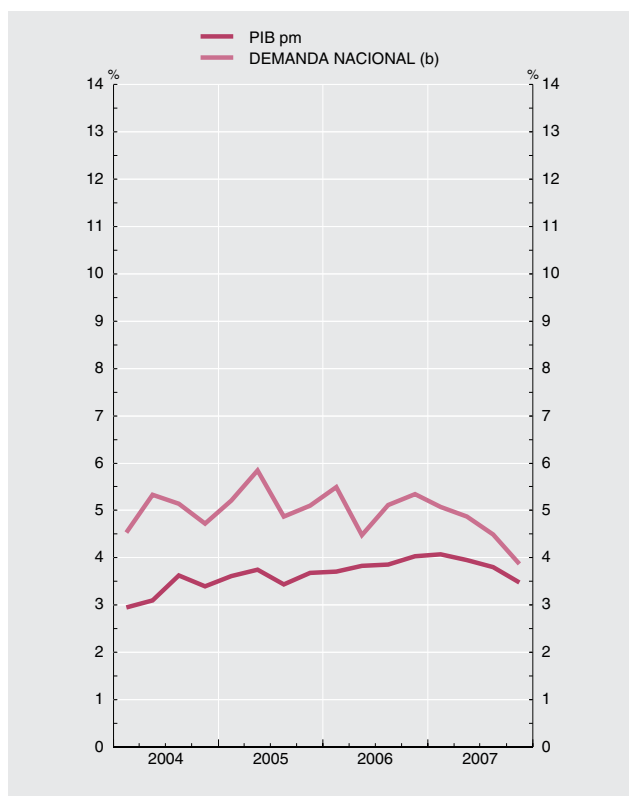
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

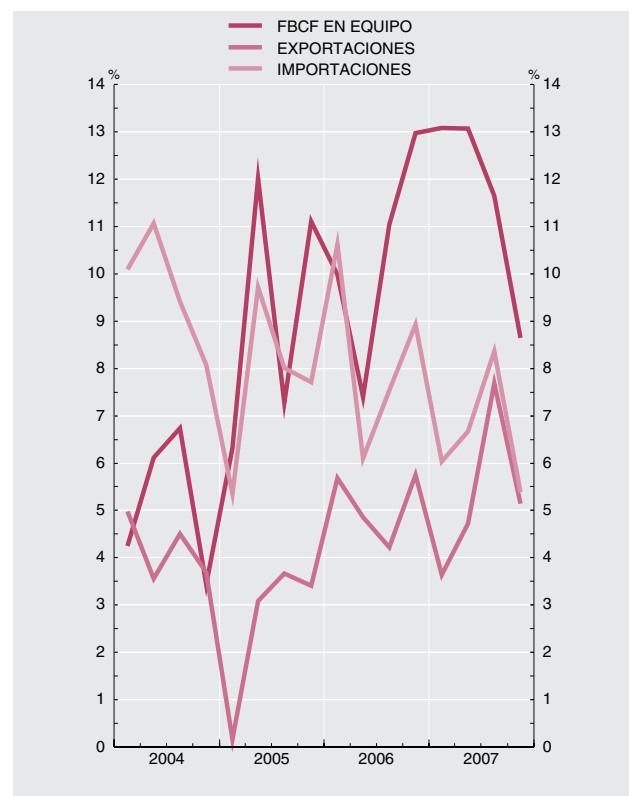
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
06	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
07	P	5,9	11,6	4,0	4,2	0,0	5,3	4,7	-0,3	13,1	6,6	6,0	5,8	9,7	4,6	3,8
05 /	P	6,0	6,3	5,8	6,4	-0,0	0,2	-2,0	1,8	8,3	5,4	4,8	23,5	4,5	5,2	3,6
II	P	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
III	P	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
IV	P	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
06 /	P	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,2	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
II	P	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	3,9	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
III	P	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,5	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
IV	P	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,8	-0,5	16,2	8,9	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
07 /	P	6,3	13,1	4,9	1,9	0,1	3,6	3,4	1,3	6,9	6,0	5,9	6,7	6,7	5,1	4,1
II	P	6,7	13,1	4,6	4,7	0,0	4,7	4,7	-2,2	11,8	6,7	6,1	4,4	9,9	4,9	4,0
III	P	5,8	11,6	3,8	4,3	0,0	7,7	6,2	-0,6	22,0	8,4	7,4	5,5	13,7	4,5	3,8
IV	P	4,8	8,6	2,9	6,1	0,1	5,1	4,6	0,3	11,7	5,4	4,7	6,5	8,5	3,9	3,5

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

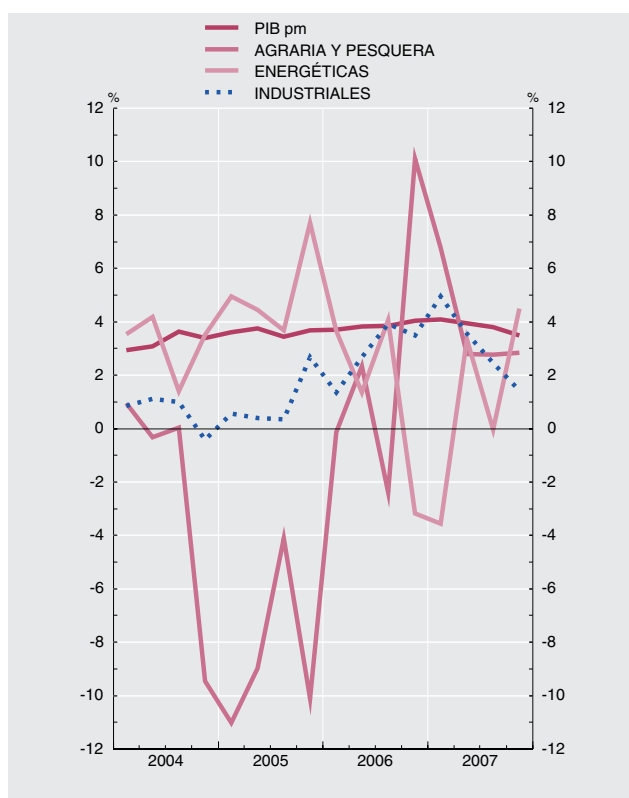
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

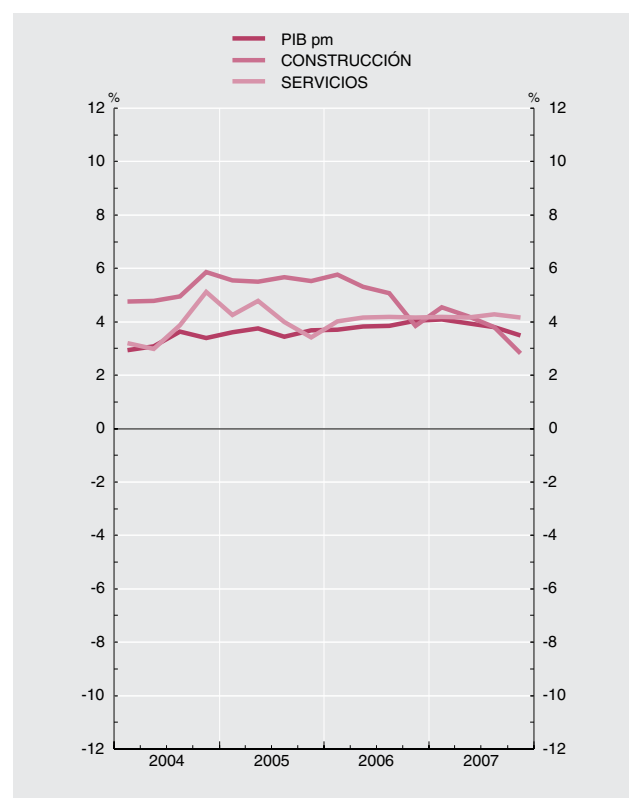
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
05	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3
06	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3
07	P	3,8	3,8	1,0	3,1	3,8	4,2	4,0	5,0	3,4	0,0	3,7
05	I	3,6	-11,0	5,0	0,6	5,5	4,2	4,2	4,6	6,2	-1,1	9,1
II	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4
III	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4
IV	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,5	3,3	4,3	8,4	14,9
06	I	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7
II	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,1	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3
III	P	3,9	-2,4	4,1	3,9	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4
IV	P	4,0	10,1	-3,2	3,5	3,9	4,2	3,9	5,2	3,8	2,8	5,6
07	I	4,1	6,8	-3,6	5,0	4,5	4,2	4,2	4,3	4,1	-1,9	2,2
II	P	4,0	2,8	3,4	3,6	4,2	4,2	3,9	5,2	3,5	-2,0	3,9
III	P	3,8	2,8	-0,0	2,4	3,8	4,3	4,0	5,3	3,0	1,8	5,9
IV	P	3,5	2,9	4,5	1,4	2,8	4,1	3,9	5,0	2,8	2,3	2,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

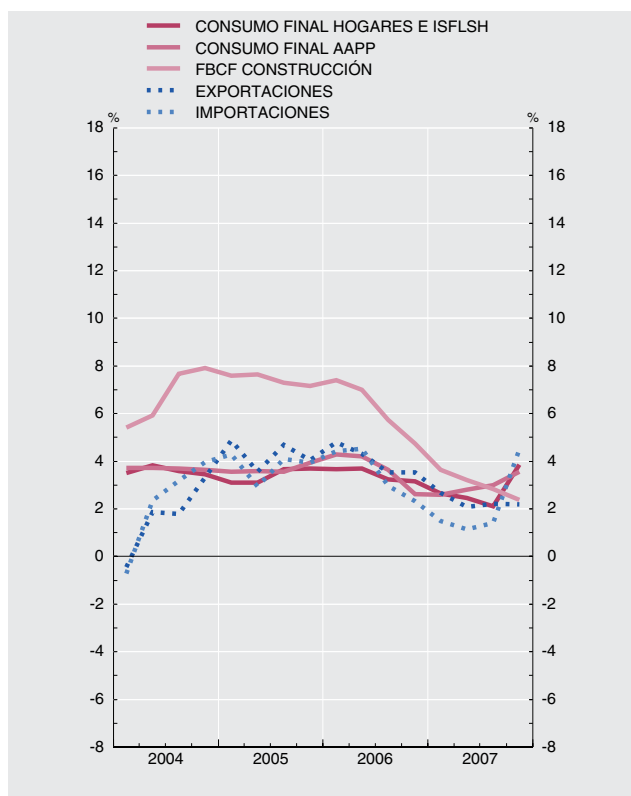
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

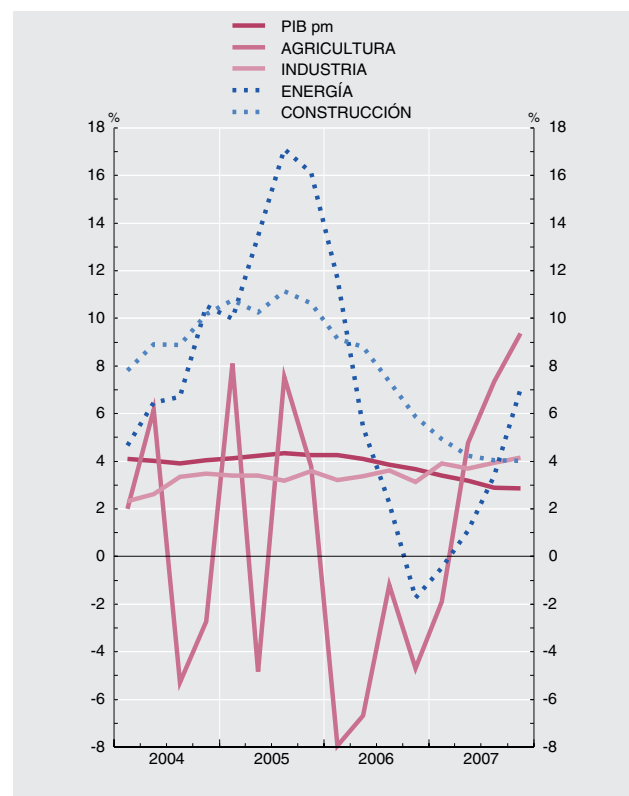
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	P	3,4	3,7	3,0	7,4	4,4	4,3	3,8	4,2	3,4	14,3	3,4	10,7	2,7	2,4
06	P	3,4	3,7	2,0	6,2	3,7	4,0	3,5	4,0	-5,2	4,1	3,3	7,7	3,0	2,8
07	P	2,8	3,0	2,8	3,0	5,5	2,3	2,1	3,1	4,9	2,8	3,9	4,3	3,5	3,4
05 / II III IV	P	3,1	3,6	2,5	7,6	5,4	4,9	4,3	4,1	8,1	10,0	3,4	10,8	2,2	2,1
	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3
	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5
	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9
06 / II III IV	P	3,6	4,3	1,6	7,4	2,9	4,8	4,4	4,3	-8,0	11,7	3,2	9,2	2,8	2,5
	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,5	4,1	-6,7	5,4	3,4	8,8	3,0	2,8
	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3
	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,5	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,1	5,9	2,8	2,7
07 / II III IV	P	2,7	2,6	3,1	3,6	6,1	2,7	1,5	3,4	-1,9	-0,5	3,9	4,9	3,3	3,3
	P	2,5	2,8	3,0	3,2	5,4	2,1	1,1	3,2	4,8	1,1	3,7	4,2	3,5	3,5
	P	2,1	3,0	2,6	2,8	5,2	2,2	1,4	2,9	7,3	3,4	3,9	4,0	3,6	3,6
	P	3,9	3,6	2,6	2,4	5,3	2,2	4,5	2,9	9,4	7,0	4,1	4,0	3,5	3,4

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

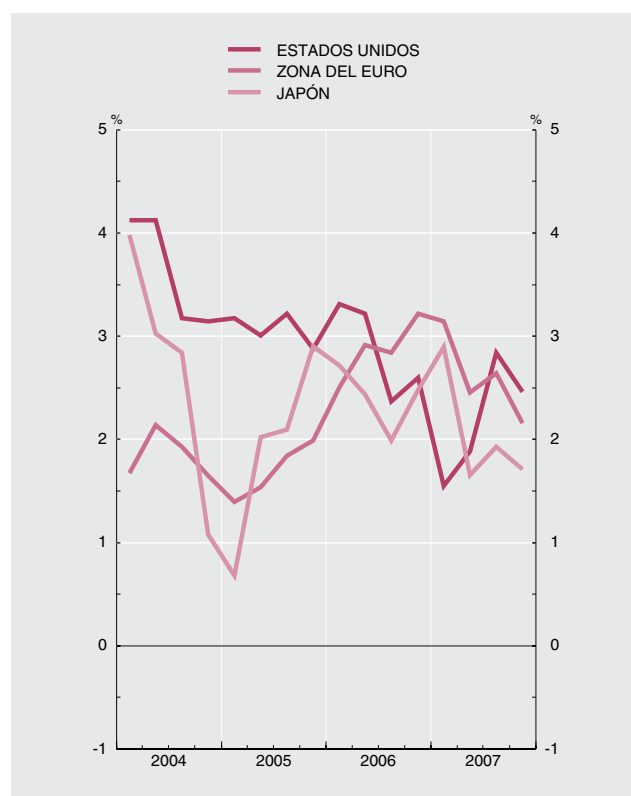
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

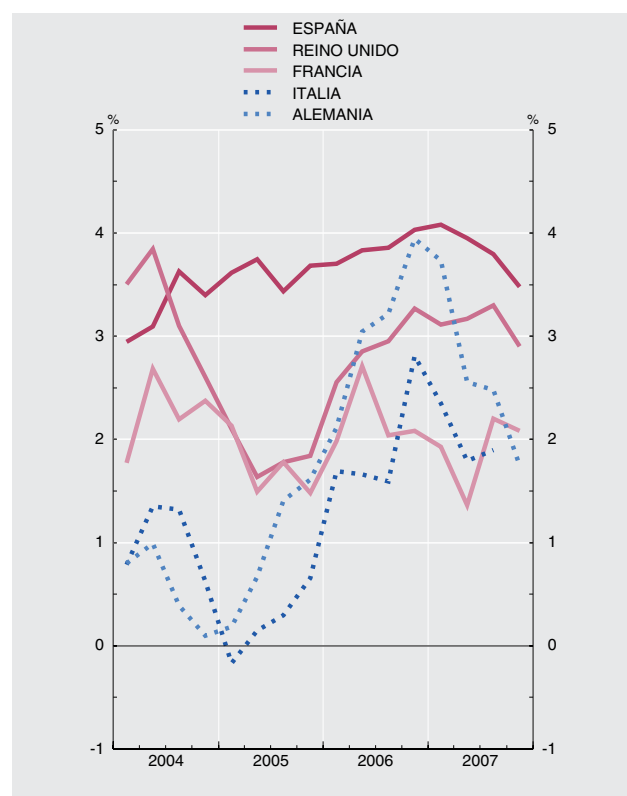
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	2,6	1,8	1,7	1,0	3,6	3,1	1,7	0,2	1,9	1,8
<b>06</b>	3,1	2,9	2,9	3,1	3,9	2,9	2,2	1,9	2,4	2,9
<b>07</b>	...	2,7	2,6	2,6	3,8	2,2	1,9	...	2,0	3,1
<b>04 IV</b>	2,6	1,9	1,6	0,1	3,4	3,1	2,4	0,6	1,1	2,6
<b>05 I</b>	2,3	1,6	1,4	0,2	3,6	3,2	2,1	-0,2	0,7	2,1
<b>II</b>	2,4	1,6	1,5	0,7	3,7	3,0	1,5	0,1	2,0	1,6
<b>III</b>	2,8	1,9	1,8	1,4	3,4	3,2	1,8	0,3	2,1	1,8
<b>IV</b>	2,8	2,0	2,0	1,6	3,7	2,9	1,5	0,7	2,9	1,8
<b>06 I</b>	3,2	2,6	2,5	2,1	3,7	3,3	2,0	1,7	2,7	2,6
<b>II</b>	3,3	3,0	2,9	3,0	3,8	3,2	2,7	1,7	2,4	2,9
<b>III</b>	2,8	2,9	2,8	3,2	3,9	2,4	2,0	1,6	2,0	3,0
<b>IV</b>	3,0	3,2	3,2	3,9	4,0	2,6	2,1	2,8	2,5	3,3
<b>07 I</b>	2,6	3,1	3,1	3,7	4,1	1,5	1,9	2,4	2,9	3,1
<b>II</b>	2,5	2,5	2,5	2,6	4,0	1,9	1,4	1,8	1,7	3,2
<b>III</b>	2,9	2,7	2,6	2,5	3,8	2,8	2,2	1,9	1,9	3,3
<b>IV</b>	...	2,3	2,2	1,8	3,5	2,5	2,1	...	1,7	2,9

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

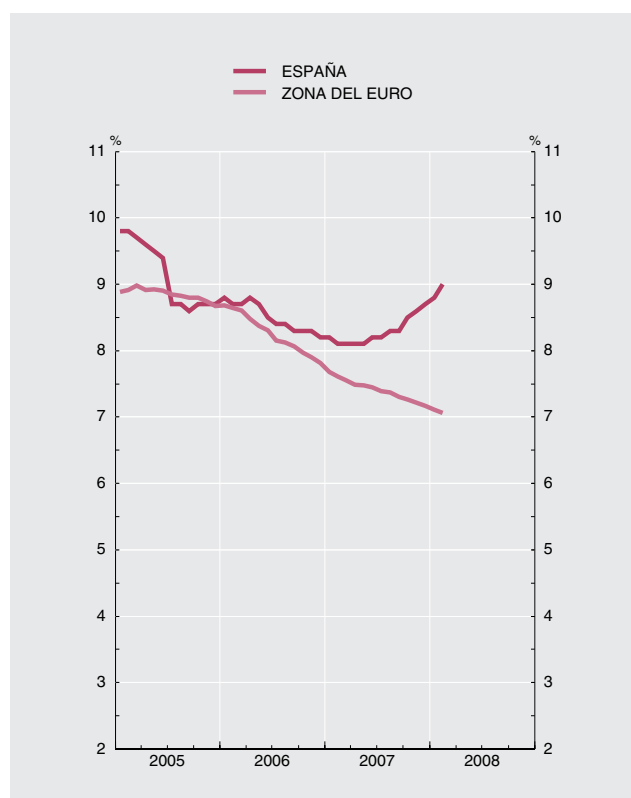
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

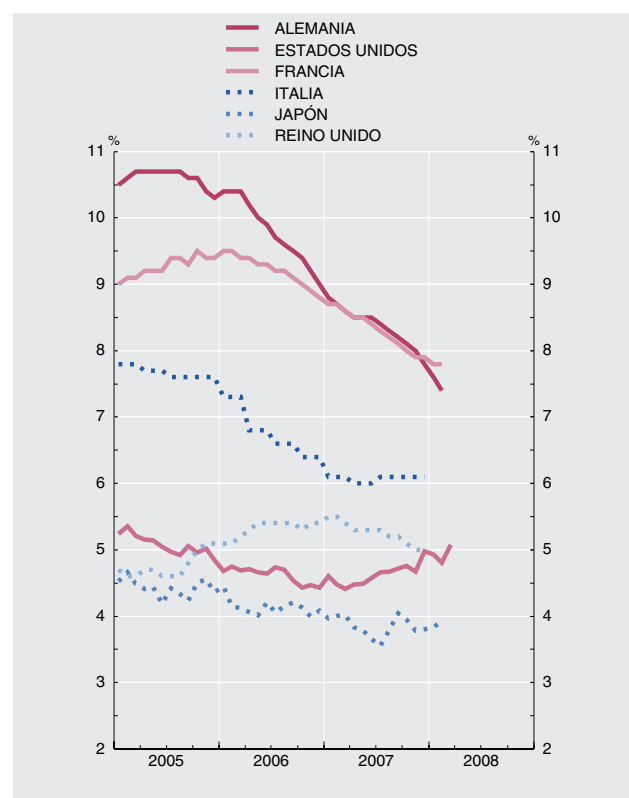
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	6,7	8,1	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8
<b>06</b>	6,1	7,7	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,3
<b>07</b>	5,6	7,0	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,8	5,3
<b>06 Sep</b>	6,0	7,6	8,1	9,5	8,3	4,5	9,1	6,6	4,2	5,4
<b>Oct</b>	5,9	7,5	8,0	9,4	8,3	4,4	9,0	6,4	4,1	5,3
<b>Nov</b>	5,9	7,4	7,9	9,2	8,3	4,5	8,9	6,4	4,0	5,4
<b>Dic</b>	5,8	7,3	7,8	9,0	8,2	4,4	8,8	6,4	4,1	5,4
<b>07 Ene</b>	5,8	7,3	7,7	8,8	8,2	4,6	8,7	6,1	4,0	5,5
<b>Feb</b>	5,7	7,2	7,6	8,7	8,1	4,5	8,7	6,1	4,0	5,5
<b>Mar</b>	5,7	7,1	7,6	8,6	8,1	4,4	8,6	6,1	4,0	5,4
<b>Abr</b>	5,6	7,1	7,5	8,5	8,1	4,5	8,5	6,0	3,8	5,3
<b>May</b>	5,6	7,0	7,5	8,5	8,1	4,5	8,5	6,0	3,8	5,3
<b>Jun</b>	5,6	7,0	7,4	8,5	8,2	4,6	8,4	6,0	3,7	5,3
<b>Jul</b>	5,6	7,0	7,4	8,4	8,2	4,7	8,3	6,1	3,6	5,3
<b>Ago</b>	5,6	6,9	7,4	8,3	8,3	4,7	8,2	6,1	3,8	5,2
<b>Sep</b>	5,6	6,9	7,3	8,2	8,3	4,7	8,1	6,1	4,0	5,2
<b>Oct</b>	5,5	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,1	4,0	5,1
<b>Nov</b>	5,5	6,8	7,2	8,0	8,6	4,7	7,9	6,1	3,8	5,0
<b>Dic</b>	5,5	6,8	7,2	7,8	8,7	5,0	7,9	6,1	3,8	5,0
<b>08 Ene</b>	5,5	...	7,1	7,6	8,8	4,9	7,8	...	3,8	...
<b>Feb</b>	5,5	...	7,1	7,4	9,0	4,8	7,8	...	3,9	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

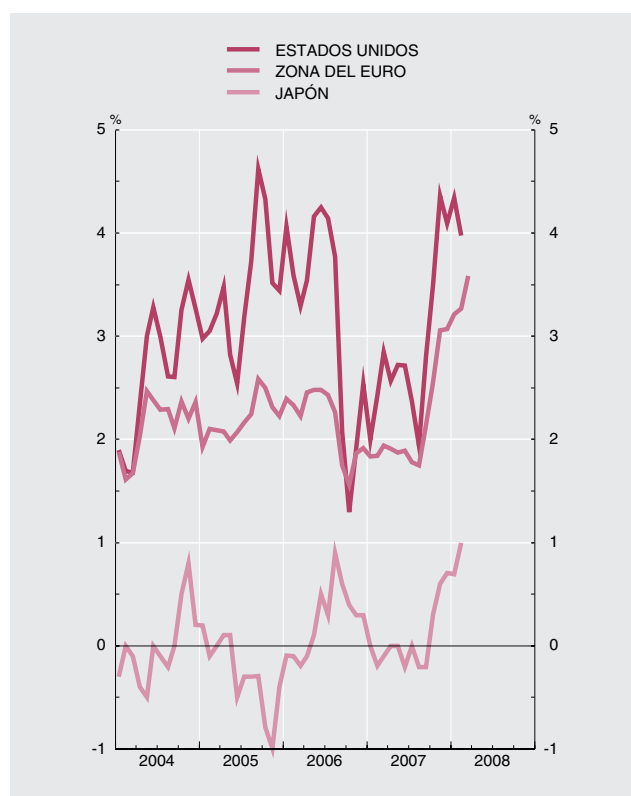
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

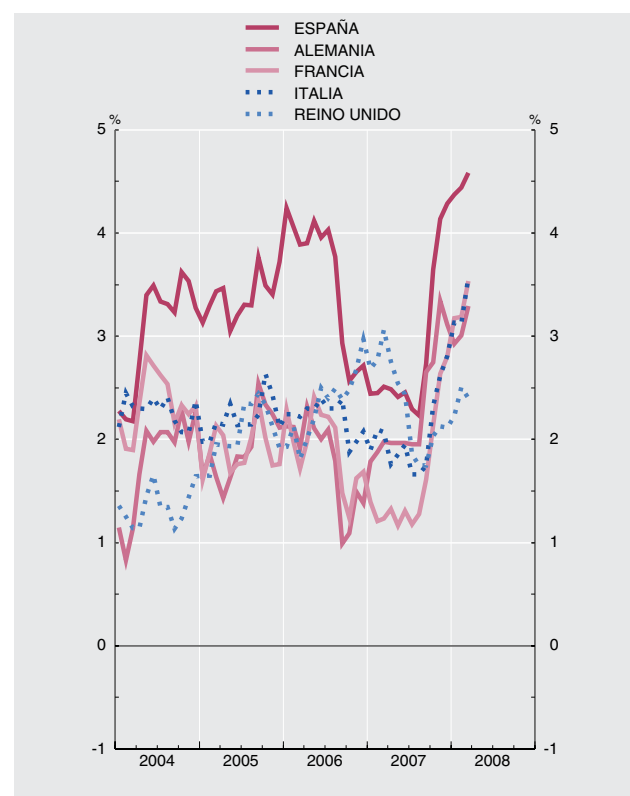
Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>04</b>	2,3	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
<b>05</b>	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>06</b>	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>07</b>	2,5	...	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
<b>06 Oct</b>	1,6	1,7	1,6	1,1	2,6	1,3	1,2	1,9	0,4	2,5
<b>Nov</b>	2,0	2,0	1,9	1,5	2,7	1,9	1,6	2,0	0,3	2,7
<b>Dic</b>	2,3	2,1	1,9	1,4	2,7	2,5	1,7	2,1	0,3	3,0
<b>07 Ene</b>	2,0	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7
<b>Feb</b>	2,2	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8
<b>Mar</b>	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,8	1,2	2,1	-0,1	3,1
<b>Abr</b>	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8
<b>May</b>	2,3	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5
<b>Jun</b>	2,3	...	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4
<b>Jul</b>	2,1	...	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9
<b>Ago</b>	1,9	...	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7
<b>Sep</b>	2,3	...	2,1	2,7	2,7	2,8	1,6	1,7	-0,2	1,7
<b>Oct</b>	2,9	...	2,6	2,7	3,6	3,5	2,1	2,3	0,3	2,0
<b>Nov</b>	3,4	...	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1
<b>Dic</b>	3,3	...	3,1	3,1	4,3	4,1	2,8	2,8	0,7	2,1
<b>08 Ene</b>	3,5	...	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
<b>Feb</b>	3,5	...	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
<b>Mar</b>	...	...	3,6	3,3	4,6	...	3,5	3,6	...	2,4

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.



## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

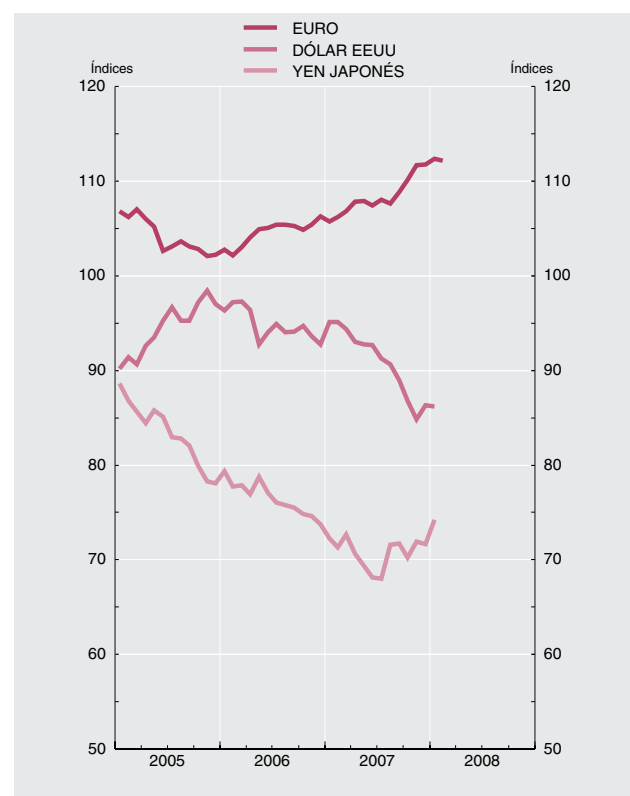
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,9	104,2	94,5	83,3	102,5	96,2	83,4
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,0	96,3	77,2
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	106,9	92,5	71,9
07 E-M	1,3106	156,43	119,37	105,5	86,4	89,8	106,2	94,9	72,1	104,9	95,2	73,3
08 E-M	1,5003	157,74	105,23	112,8	75,9	95,9	112,3	86,2	74,2	110,4	88,3	75,1
07 Ene	1,2999	156,56	120,45	104,9	86,9	89,2	105,7	95,1	72,2	104,4	95,3	73,4
Feb	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	89,0	106,2	95,1	71,3	104,9	95,4	72,7
Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	91,1	106,8	94,4	72,6	105,3	95,1	73,7
Abr	1,3516	160,68	118,88	107,2	84,4	88,8	107,9	93,0	70,6	106,4	94,2	71,8
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,8	87,3	107,9	92,7	69,4	106,2	94,3	70,3
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	86,1	107,4	92,7	68,1	105,9	94,3	69,4
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,8	108,1	91,3	68,0	106,4	93,3	69,1
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	81,9	89,9	107,6	90,7	71,6	106,3	92,2	72,8
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,4	108,8	89,0	71,7	107,5	90,8	72,9
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	108,7	89,1	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,7	84,9	71,9	110,0	88,0	72,8
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,7	86,3	71,6	110,1	88,8	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,4	86,2	74,2	110,5	88,3	75,1
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	112,2	...	...	110,2	...	...
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	...	...	...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



### ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

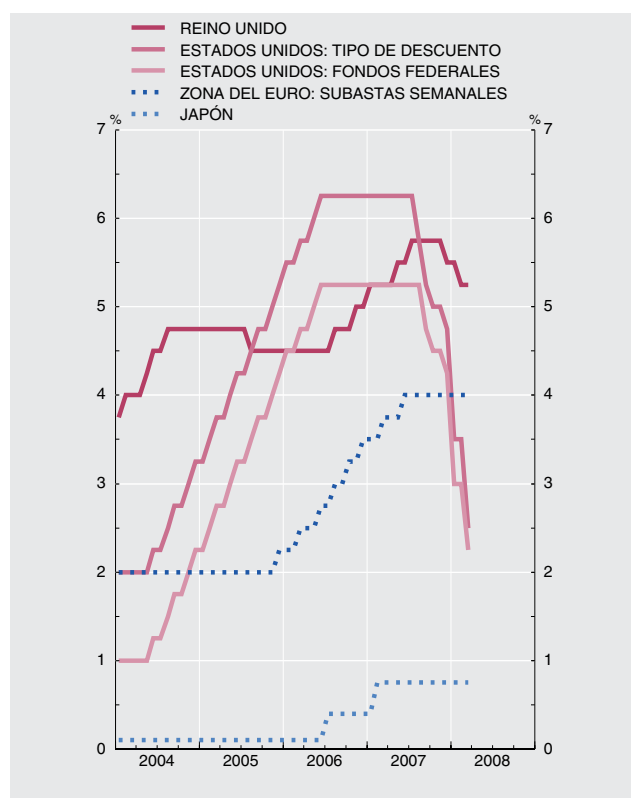
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

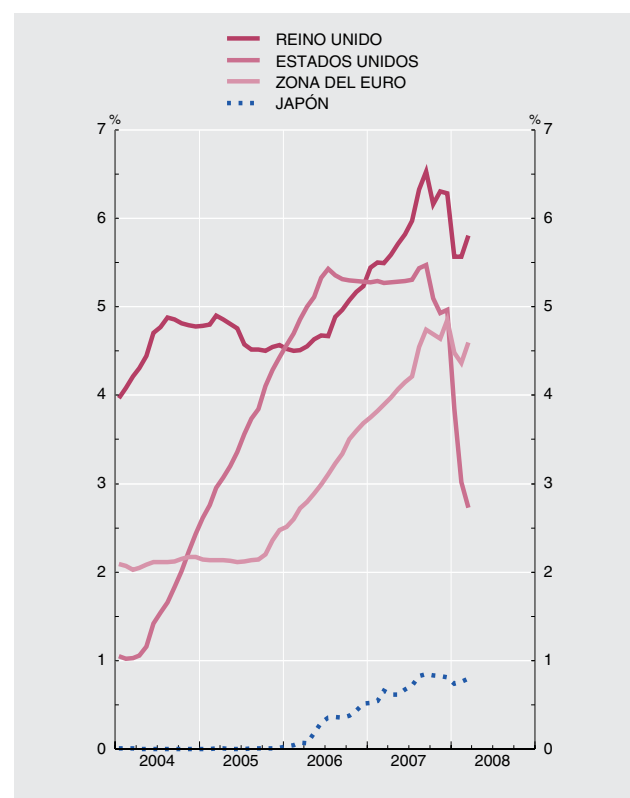
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
07	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
06 Oct	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
Nov	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
Dic	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
07 Ene	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
Feb	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
Mar	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
Abr	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,77	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,80

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

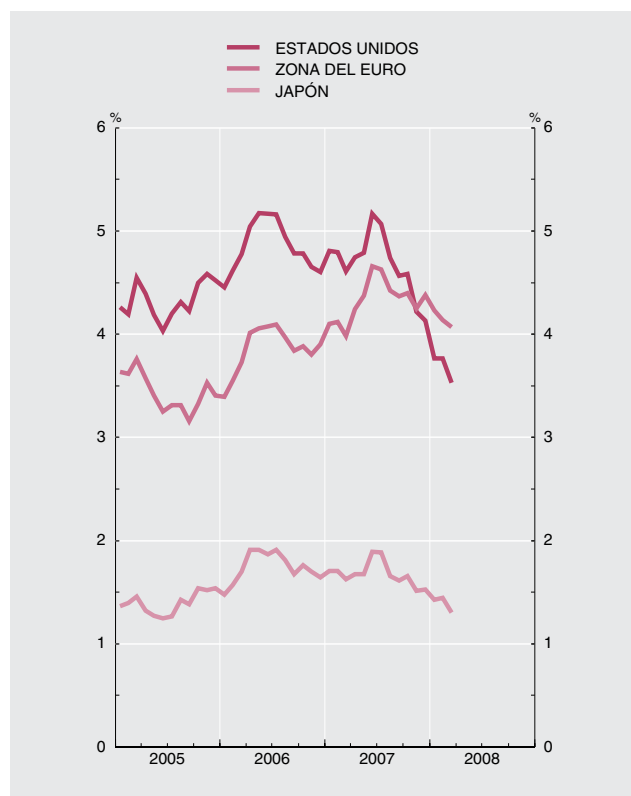
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

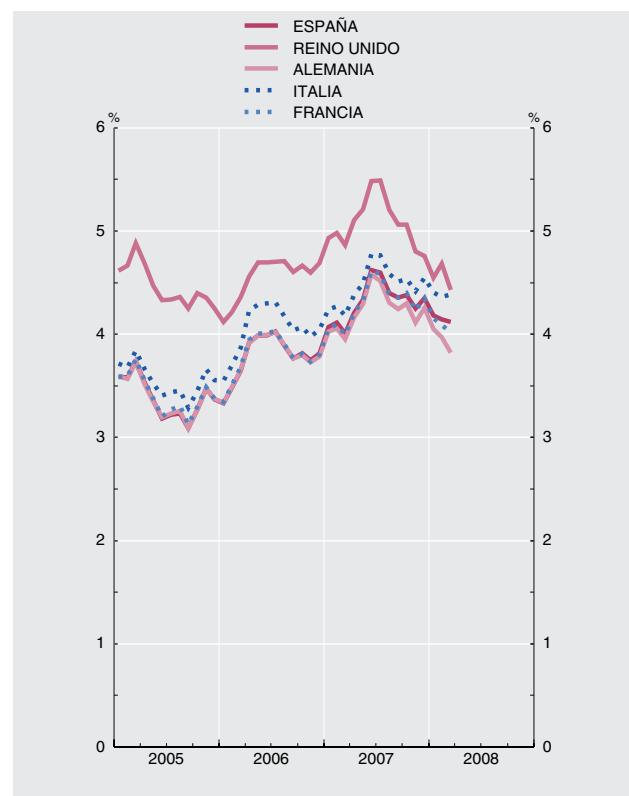
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<b>06 Oct</b>	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67
<b>Nov</b>	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60
<b>Dic</b>	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69
<b>07 Ene</b>	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93
<b>Feb</b>	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
<b>Mar</b>	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
<b>Abr</b>	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10
<b>May</b>	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21
<b>Jun</b>	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
<b>Jul</b>	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
<b>Ago</b>	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20
<b>Sep</b>	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
<b>Oct</b>	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06
<b>Nov</b>	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80
<b>Dic</b>	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76
<b>08 Ene</b>	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
<b>Feb</b>	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
<b>Mar</b>	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

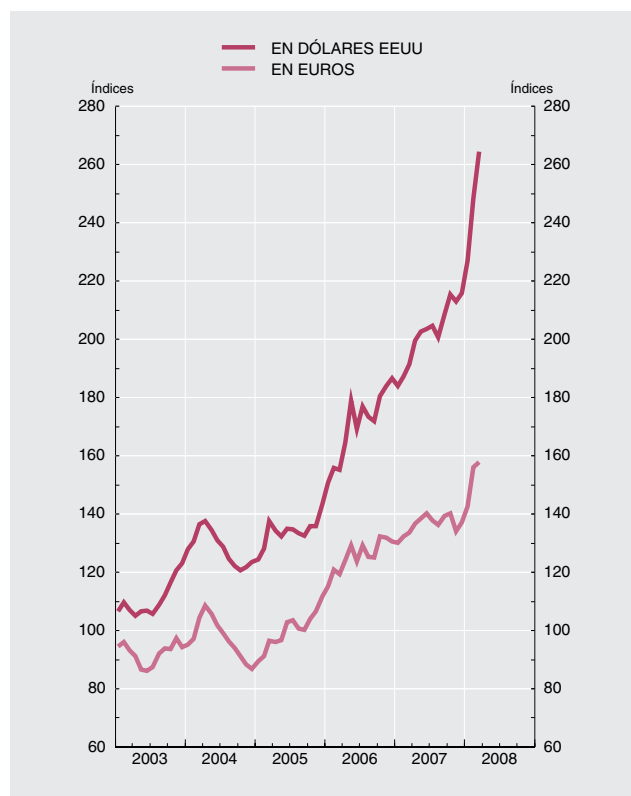
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

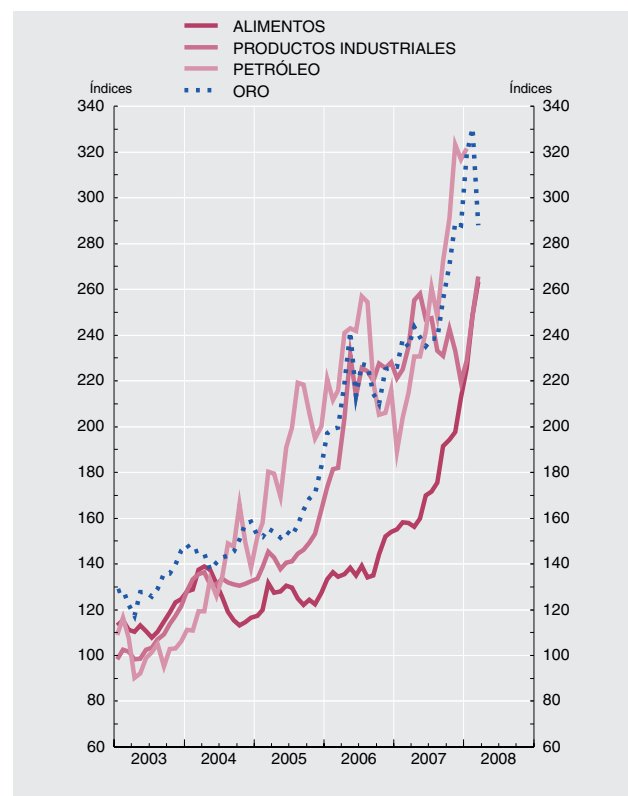
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
07 E-M	132,0	187,6	157,1	227,1	153,7	267,1	202,5	57,8	232,9	649,8	15,94
08 E-M	152,1	246,6	245,8	247,6	188,6	279,9	...	97,5	312,1	870,8	19,86
07 Feb	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34
Mar	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90
Abr	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,9	243,5	679,4	16,15
May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59
Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,7	238,5	665,4	15,70
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	272,4	78,2	255,5	712,9	16,47
Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,5	270,5	754,6	17,05
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,0	289,0	806,2	17,65
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,2	287,9	803,2	17,77
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	...	95,8	330,6	922,3	20,11
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	...	104,3	288,1	803,7	20,06

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

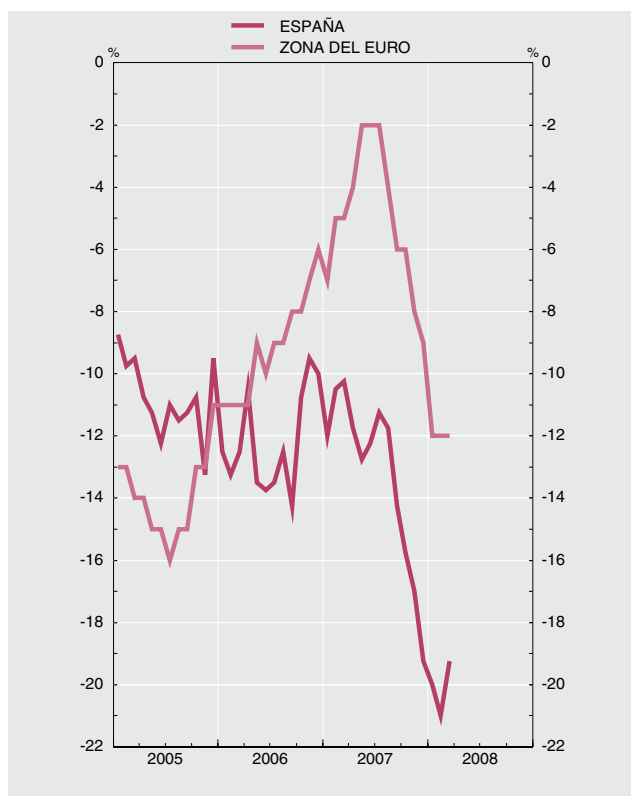
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

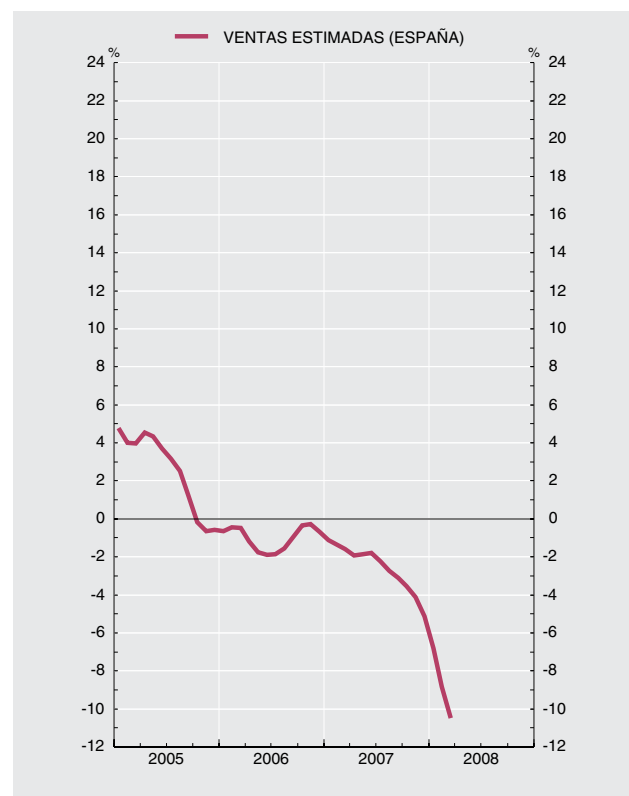
Tasas de variación interanual

		Encuestas de opinión (porcentajes netos)					Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
		Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Pro memoria: zona del euro		Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
		Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado	Ventas estimadas	Matriculaciones	Nominal	Del cual		Alimentación (b)		Resto (c)
													Deflactado (a)	Grandes superficies (a)			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	0,9	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,5
07	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,5	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,8
07 E-M	P	-11	-10	-2	-11	-6	-1	1,0	-0,7	-0,7	-1,5	6,2	4,5	4,1	3,2	5,4	1,7
08 E-M	A	-20	-19	-10	-21	-12	-0	-12,0	-15,8	-15,3	-0,2	...	...	...	...	...	...
07 Abr	P	-12	-12	-3	-12	-4	-	-5,9	-2,2	-6,0	-4,9	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	1,7
May	P	-13	-10	-4	-9	-2	2	-0,3	-4,0	-0,2	-0,0	4,7	3,2	2,3	2,3	3,8	0,3
Jun	P	-12	-9	-3	-9	-2	2	-1,8	-4,7	-1,8	-3,1	5,6	4,0	5,6	3,3	4,5	0,9
Jul	P	-11	-9	-2	-15	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	3,0	4,8	3,5	1,3	0,5	5,4	1,3
Ago	P	-12	-10	-2	-8	-4	4	-4,2	-3,7	-2,7	0,6	5,4	4,2	2,3	1,7	5,9	0,6
Sep	P	-14	-14	-5	-18	-6	-3	-8,2	-7,3	-7,7	2,2	2,4	0,3	-1,6	-1,8	1,7	1,4
Oct	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	0,8	6,6	3,1	2,9	2,9	3,2	0,6
Nov	P	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	-3,8	4,7	0,4	1,5	-0,1	0,8	-0,7
Dic	P	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	4,0	2,1	-2,2	-1,7	-2,3	-2,1	-1,2
08 Ene	A	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-2,7	-7,0	-12,7	-1,4	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,3	0,3
Feb	A	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	5,7	5,2	0,5	1,6	2,5	-0,9	-0,9
Mar	A	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-4,8	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

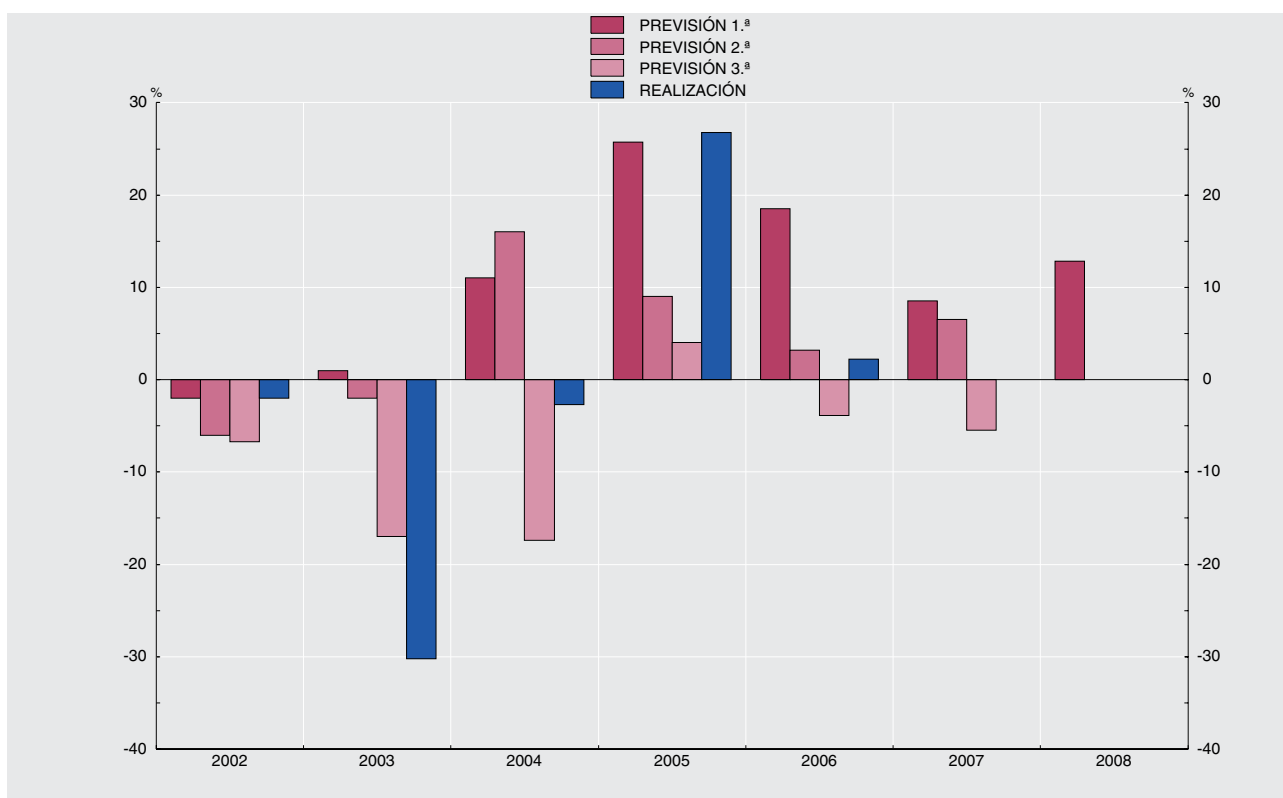
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
	1	2	3	4
02	■		■	■
03		-2	-2	-6
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		2	19	3
08		...	9	7
			13	...
				-7
				-17
				-17
				4
				-4
				-6
				...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

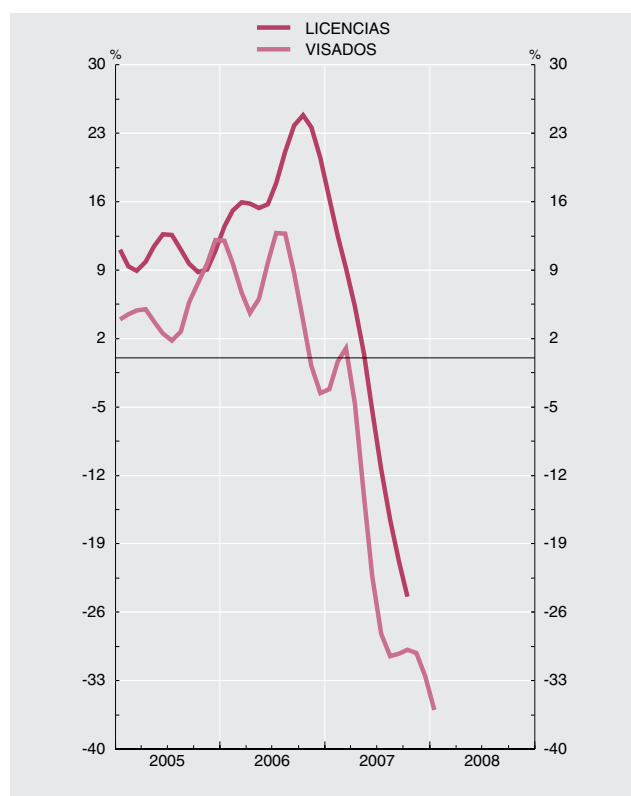
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

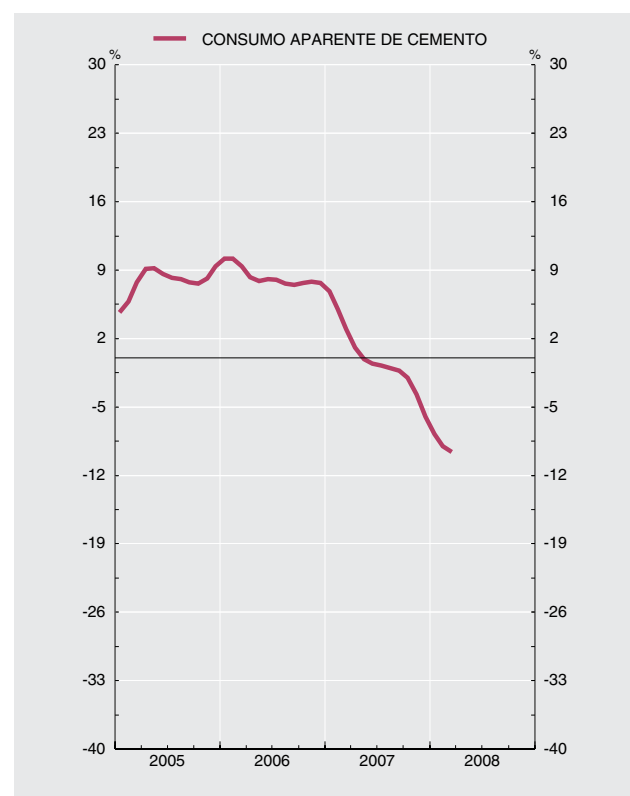
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
05		7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06		22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P	...	...	...	...	-22,3	-25,2	-15,2	-15,2	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-14,1	0,5
07 E-M	P	14,6	13,6	13,5	19,9	6,9	8,1	13,3	13,3	17,3	-39,1	-12,5	56,4	11,2	5,5
08 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-14,5
06 Dic		20,6	23,0	23,7	9,9	-14,6	-16,4	61,2	31,3	25,6	118,6	19,0	-5,3	76,1	4,9
07 Ene	P	24,7	27,9	26,4	8,5	-1,4	-2,7	3,9	3,9	-16,9	-68,4	-16,2	33,2	14,2	15,1
Feb	P	-2,5	-2,3	-1,8	-3,6	-5,4	-5,3	56,3	20,5	95,3	2,6	22,5	139,0	32,1	4,0
Mar	P	24,2	18,7	19,3	47,9	23,8	27,8	2,2	13,3	9,8	-20,2	-24,2	27,7	-2,0	-0,5
Abr	P	6,4	14,2	14,3	-18,4	8,4	5,7	-12,1	6,4	-24,2	74,1	44,4	-37,3	-5,9	2,9
May	P	14,5	15,9	17,1	9,3	-19,0	-22,3	-9,4	2,0	-3,6	-46,5	-24,4	18,3	-11,5	-1,9
Jun	P	-2,4	-2,3	-3,7	-3,0	-25,2	-28,2	18,1	4,6	-1,1	-54,2	-35,6	12,8	28,9	-4,0
Jul	P	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	20,6	6,8	-30,2	-38,8	-52,4	-27,7	44,0	4,0
Ago	P	-16,5	-16,2	-16,7	-17,9	-36,5	-40,3	-55,8	-4,0	-56,5	-76,8	-79,2	-48,3	-55,6	-2,1
Sep	P	-26,8	-39,9	-40,6	49,5	-64,2	-66,4	-42,3	-7,4	-50,0	-68,4	-89,5	-40,5	-38,5	-5,2
Oct	P	-28,5	-29,3	-30,1	-24,9	-27,7	-31,4	-33,4	-10,8	-29,0	-50,3	-54,4	-18,1	-34,9	5,2
Nov	P	...	...	...	...	-24,6	-25,8	-38,8	-13,6	-39,5	-41,1	-55,7	-39,2	-38,5	-1,1
Dic	P	...	...	...	...	-26,4	-36,2	-28,2	-15,2	-24,3	-60,3	-2,0	3,2	-29,3	-9,1
08 Ene	P	...	...	...	...	-43,8	-47,4	-0,0	-0,0	49,3	35,5	71,4	52,5	-17,7	-7,9
Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-6,1
Mar	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-27,4

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

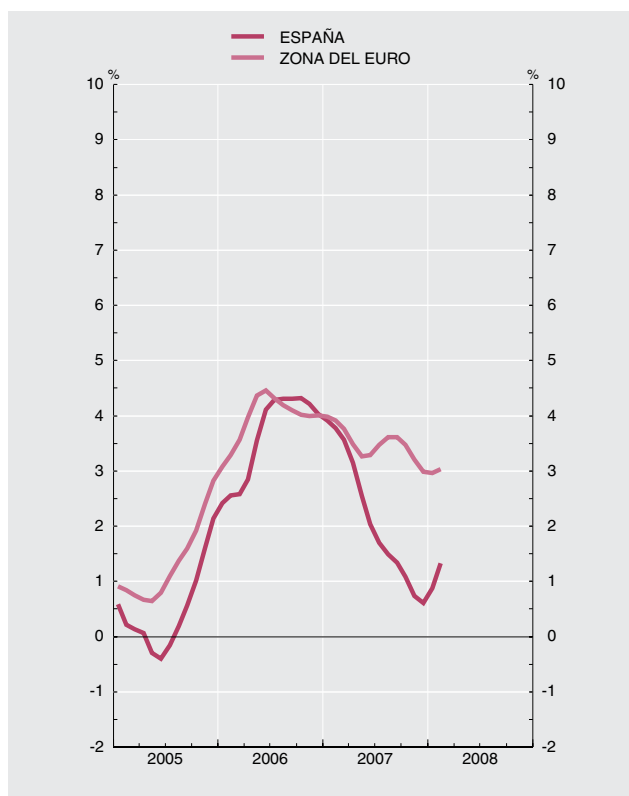
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

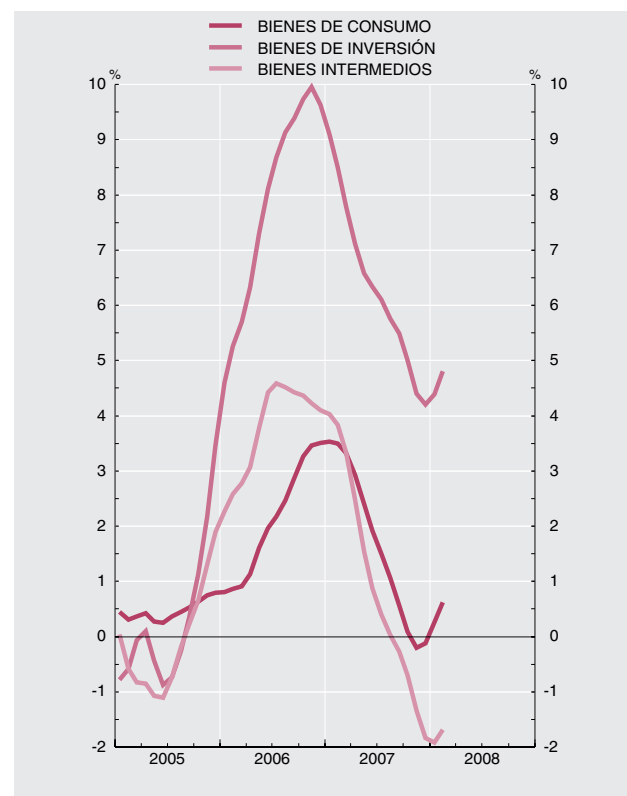
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,8
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,9	4,9
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	3,9	2,4	5,8	3,8
07 E-F	MP	108,1	5,5	5,9	11,9	6,0	-4,4	-4,6	6,9	-3,7	3,7	5,8	3,5	7,2	6,6
08 E-F	MP	109,8	1,6	2,4	4,7	-1,8	5,4	-1,0	1,3	4,9	3,2	3,0	1,0	7,0	2,1
06 Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	2,9	4,0	2,9	6,4	3,3
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	5,0	6,1	4,2	7,9	7,7
07 Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,3	5,6	4,0	6,8	5,7
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,2	6,1	3,0	7,5	7,5
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,9	4,3	6,7	6,7
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	3,1	4,1	2,9	5,3	3,9
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,8	3,0	2,1	4,0	2,8
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,7	3,0	1,3	5,1	2,8
Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	4,0	4,7	2,7	7,3	4,1
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,6	5,0	4,9	7,5	3,6
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,3	3,1	1,6	5,4	2,8
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,4	4,0	2,1	7,1	3,3
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	3,1	2,4	0,5	4,9	1,8
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,7	1,3	-0,4	3,1	0,6
08 Ene	P	108,9	-0,6	0,8	2,0	-3,7	1,5	-3,1	-0,8	1,5	3,3	3,1	1,6	6,9	2,2
Feb	P	110,7	3,9	4,1	7,3	0,1	9,8	1,1	3,5	8,7	3,2	3,0	0,5	7,1	2,1

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.



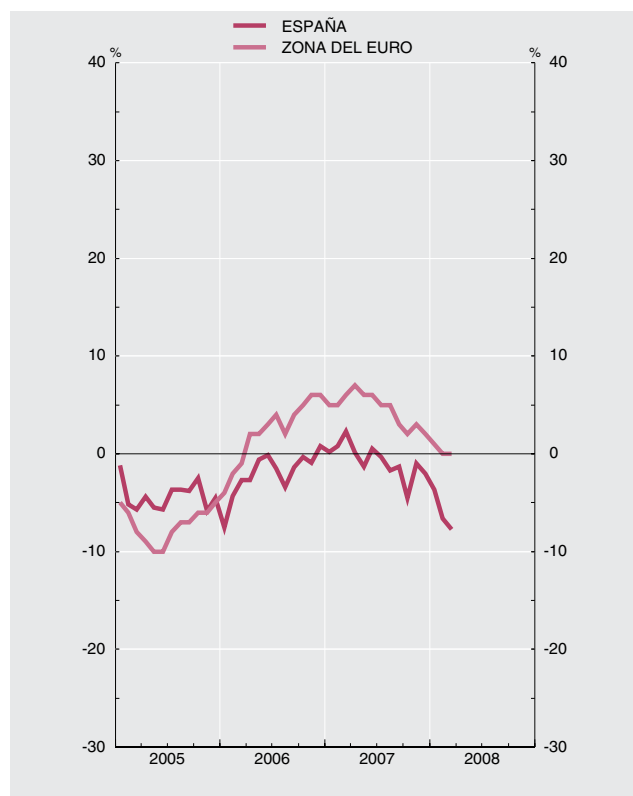
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

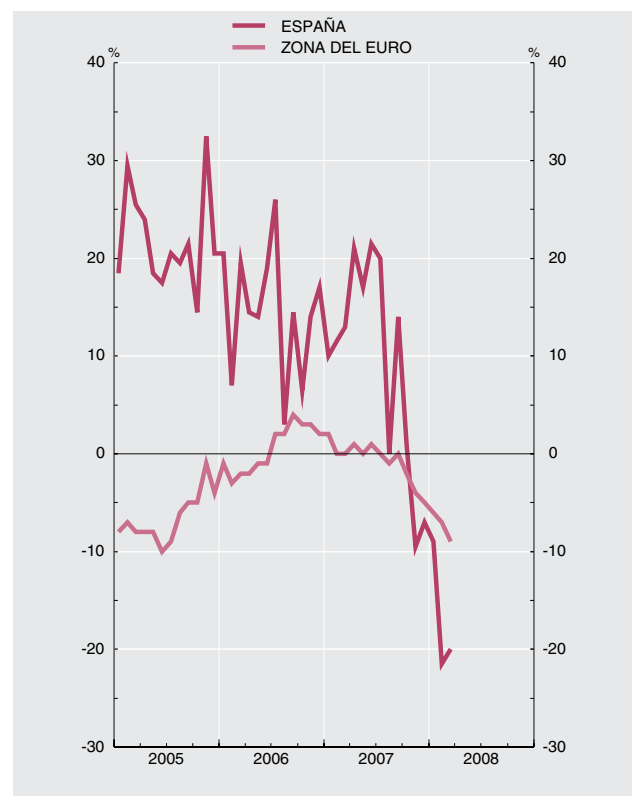
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	Inter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- ción	Indicador del clima indus- trial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-1
07 E-M	M	1	5	8	5	-8	10	-1	4	1	-2	12	13	11	33	25	5	7	1
08 E-M	M	-6	-6	2	-5	-8	15	-5	6	-13	-6	-17	-2	-14	-5	-4	0	-1	-7
06 Dic		1	12	6	6	-9	10	-1	6	0	-3	17	9	32	7	38	6	7	2
07 Ene		0	3	7	6	-10	12	1	1	-0	-1	10	19	9	28	8	5	5	2
Feb		1	5	8	5	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
Mar		2	7	10	6	-8	9	-2	8	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
Abr		0	9	4	5	-5	9	-3	3	1	-3	21	27	24	27	20	7	9	1
May		-1	9	6	1	-7	11	-3	5	-3	-1	17	39	19	26	17	6	8	-
Jun		1	14	9	1	-3	9	-2	8	-2	1	22	34	28	48	16	6	7	1
Jul		-0	13	5	2	-1	8	-1	8	-4	-4	20	53	25	19	29	5	5	-
Ago		-2	7	7	1	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	6	-1
Sep		-1	6	5	0	-4	9	-4	7	-3	-7	14	17	21	-4	21	3	3	-
Oct		-5	5	3	-4	-3	12	-5	6	-10	-7	1	-10	2	11	14	2	1	-2
Nov		-1	4	7	1	-2	11	-2	10	-5	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-4
Dic		-2	-1	7	-3	-5	9	-3	11	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-5
08 Ene		-4	-2	5	-3	-8	13	-3	9	-10	-5	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
Feb		-7	-10	1	-6	-7	15	-6	4	-13	-4	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
Mar		-8	-6	-2	-6	-10	16	-6	4	-17	-10	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-9

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.  
a. Corregidos de variaciones estacionales.

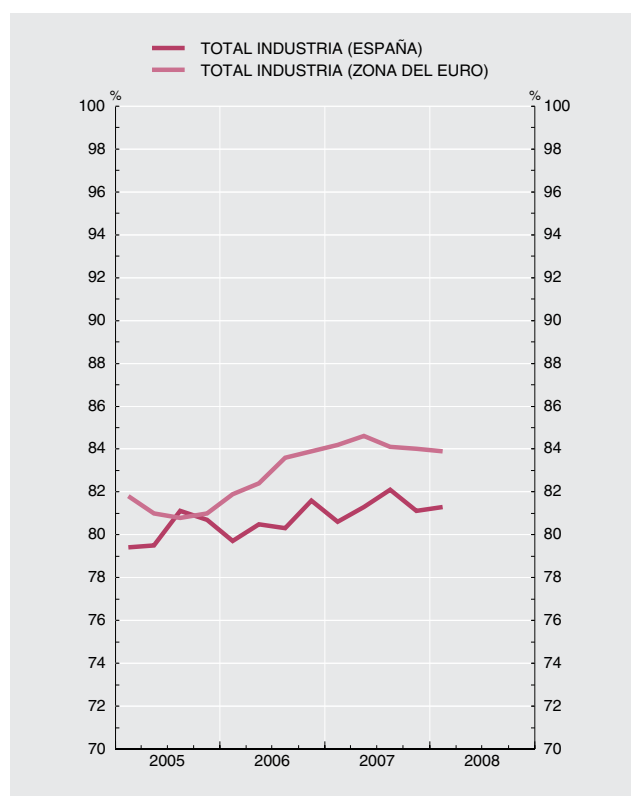
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

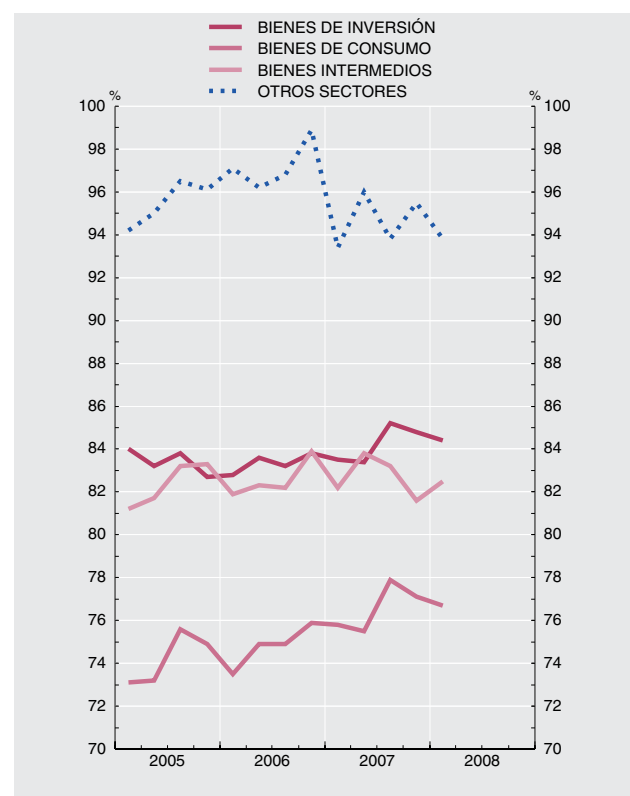
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
07 I-I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
08 I-I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
05 III	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
06 IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
06 II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
06 III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
06 IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
07 II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,6
07 III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
07 IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

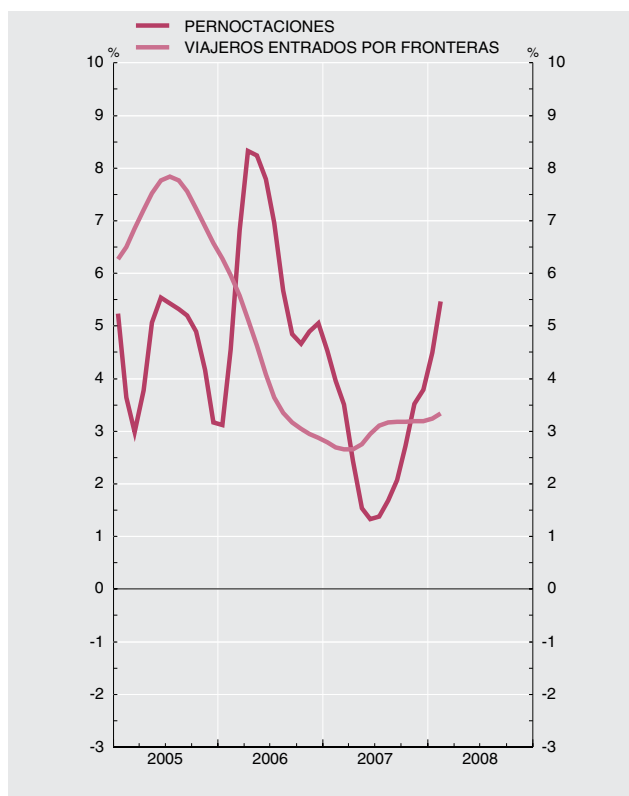
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

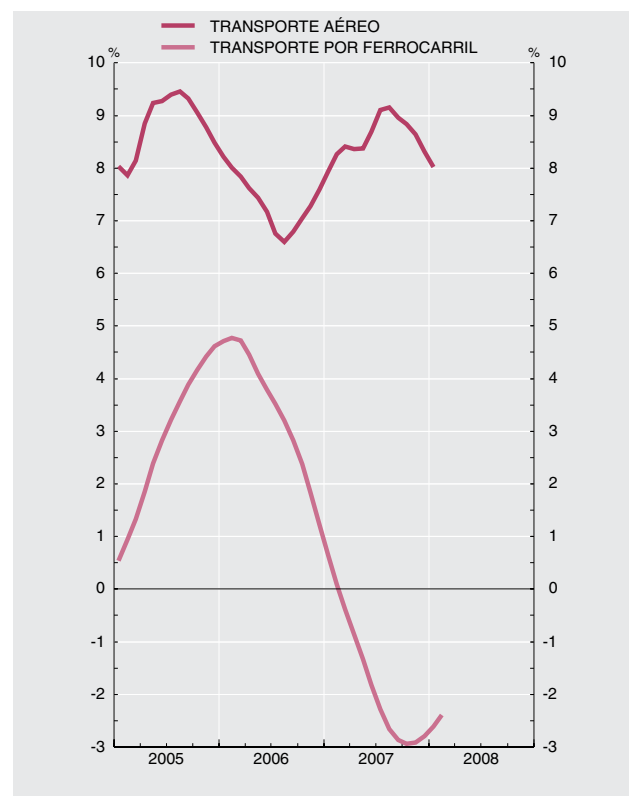
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15
05		5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
06		5,8	6,1	6,2	6,5	3,6	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	P	3,4	4,2	2,1	2,4	3,2	1,7	5,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,9	-1,5
07 E-F		3,4	6,4	2,4	4,0	2,1	3,7	0,2	7,9	7,6	8,3	6,0	5,4	3,5	-1,0	-2,8
08 E-F	P	5,8	6,6	6,0	6,6	2,9	3,9	1,7	...	...	...	...	...	...	-0,3	...
06 Nov		4,4	2,3	5,5	3,5	2,8	0,9	5,4	6,6	8,3	5,0	2,4	7,7	3,2	1,9	-7,4
Dic		5,7	2,5	7,4	6,2	3,4	1,0	6,2	9,2	10,2	8,3	3,2	29,8	8,1	-0,1	-10,0
07 Ene		3,8	7,0	2,3	3,7	3,7	3,7	3,7	6,7	6,2	7,2	5,6	5,3	0,3	-0,0	-2,0
Feb		3,1	5,9	2,5	4,2	0,5	3,6	-3,1	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
Mar	P	7,5	8,6	6,9	7,9	6,6	6,9	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
Abr	P	1,8	1,7	2,9	2,0	-0,8	-3,5	3,5	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,8	8,5
May	P	0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0	-1,4	-6,0	6,8	8,4	5,6	9,1	18,9	7,7	-0,7	-4,3
Jun	P	5,4	3,5	2,2	0,5	7,9	4,8	14,3	8,8	9,6	8,3	7,6	13,9	3,0	-2,0	-5,1
Jul	P	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-1,9	2,5
Ago	P	3,6	5,3	1,3	2,7	5,7	1,6	11,5	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6
Sep	P	2,7	4,6	1,1	1,9	4,3	0,6	11,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9
Oct	P	2,5	3,6	0,7	1,9	1,5	0,0	3,9	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6
Nov	P	8,3	9,2	7,7	6,7	5,1	5,0	5,1	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,3	-6,2
Dic	P	2,2	10,2	1,6	7,2	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	P	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	...	...	-2,2	-4,1
Feb	P	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	...	...	...	...	...	...	1,5	...

**TURISMO**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



**TRANSPORTE**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

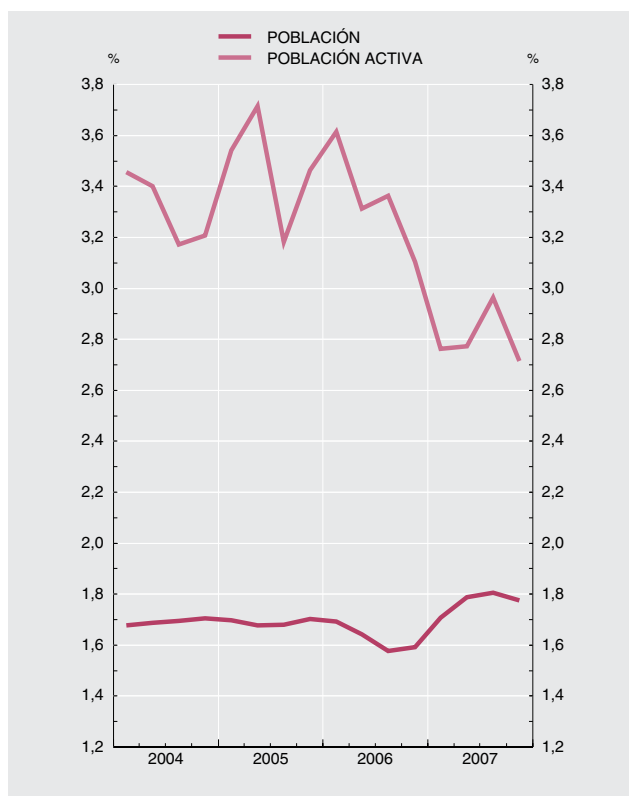
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

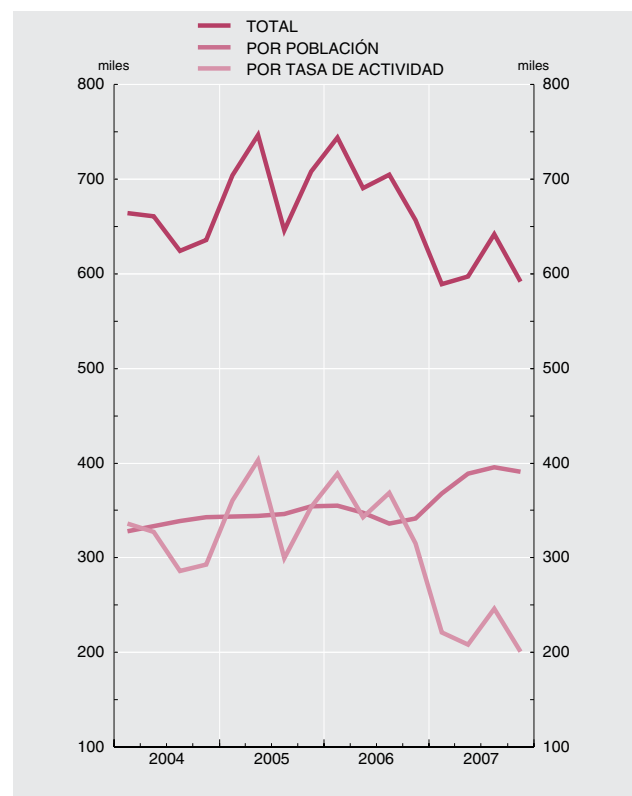
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
06 I-IV	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	2 796	1 381	1 415	3,3
07 I-IV	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	2 421	1 544	877	2,8
05 I		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
05 II		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2
05 III		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
06 II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
06 III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
06 IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
07 II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
07 III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
07 IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

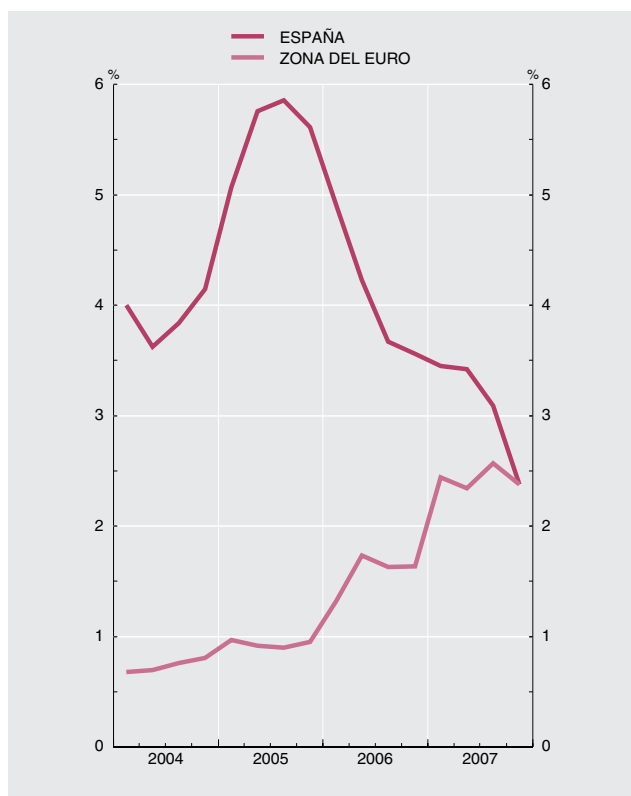
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

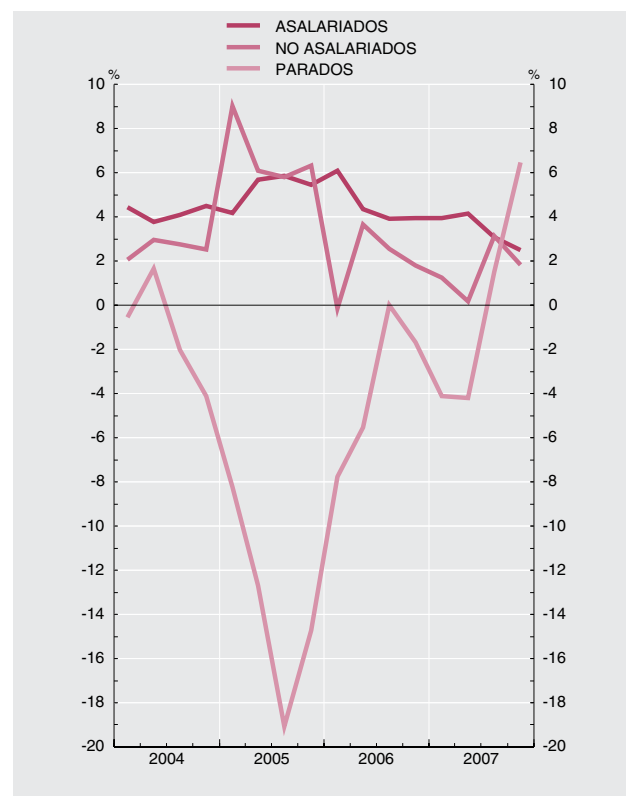
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Tasa de paro (%) (a)	Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas  (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Ocupados  1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,7	8,83
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,26
06	I-IV	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,26
07	I-IV	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	2,4	7,41
05	II	18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,9	8,92
	III	19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,9	8,82
	IV	19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,9	8,74
06	I	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,3	8,65
	II	19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,7	8,39
	III	19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	8,11
	IV	20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,90
07	I	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,4	7,61
	II	20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	2,3	7,47
	III	20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	2,6	7,36
	IV	20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	2,4	7,22

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

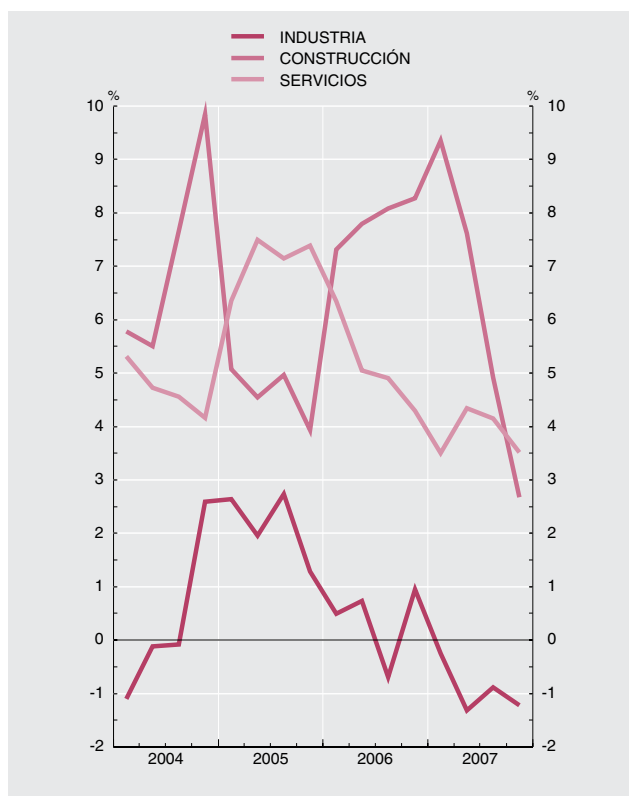
#### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

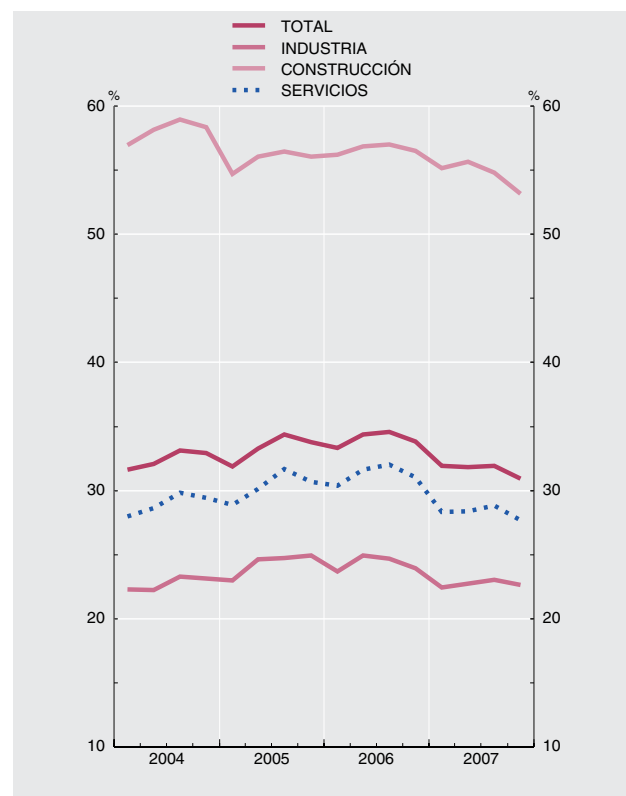
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6	...	...
06 I-IV	M	4,1	4,6	2,1	-5,6	-1,4	-5,2	0,4	0,5	0,1	7,9	8,1	1,5	5,1	5,3	3,0	4,2	...	...
07 I-IV	M	3,1	3,4	-7,0	-2,0	2,3	-0,8	-0,9	-0,7	-6,6	6,1	6,8	-3,4	3,9	3,9	-9,4	2,6	...	...
05 II		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
05 III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
05 IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
06 I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...
06 II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6	...	...
06 III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3	...	...
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2	...	...
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6	...	...
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8	...	...
07 III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4	...	...
07 IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6	...	...

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

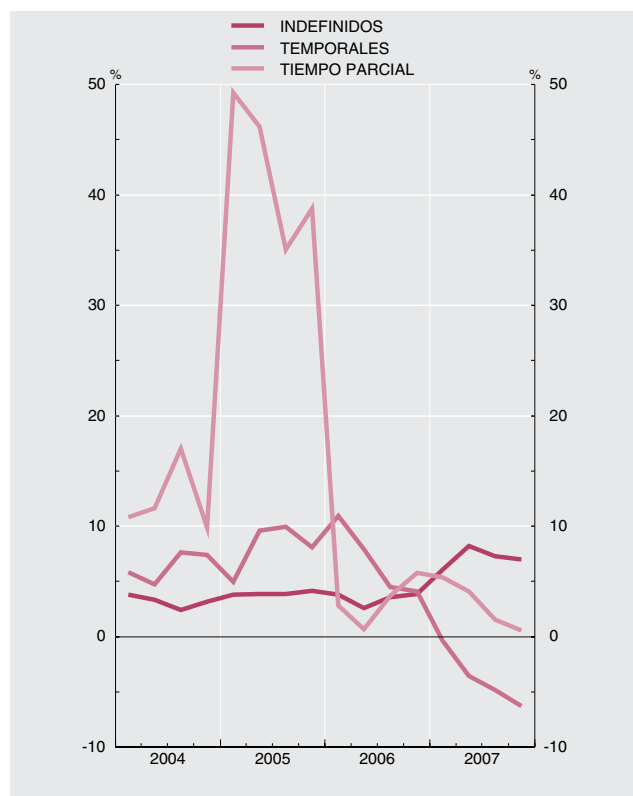
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

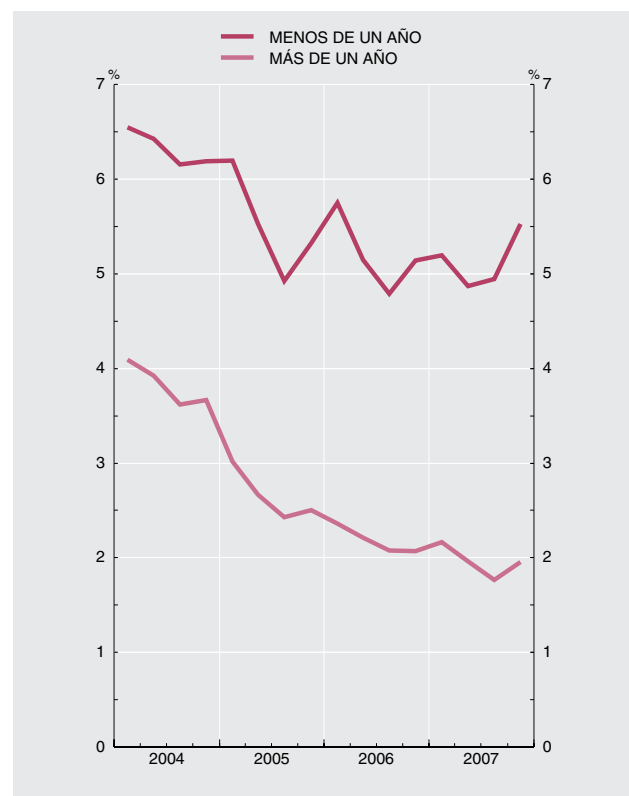
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados						
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)		
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año				
Variación interanual	1 T 4	Variación interanual	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual	1 T 4	Variación interanual	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
06	I-IV	358	3,5	348	6,7	34,03	515	3,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
07	I-IV	762	7,1	-210	-3,8	31,67	399	2,8	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	...	...	...
05	II	381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
	III	385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
	IV	417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06	I	390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
	II	265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
	III	371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
	IV	406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
07	I	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
	II	865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	...	...	...
	III	777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	...	...	...
	IV	761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3	...	...	...

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

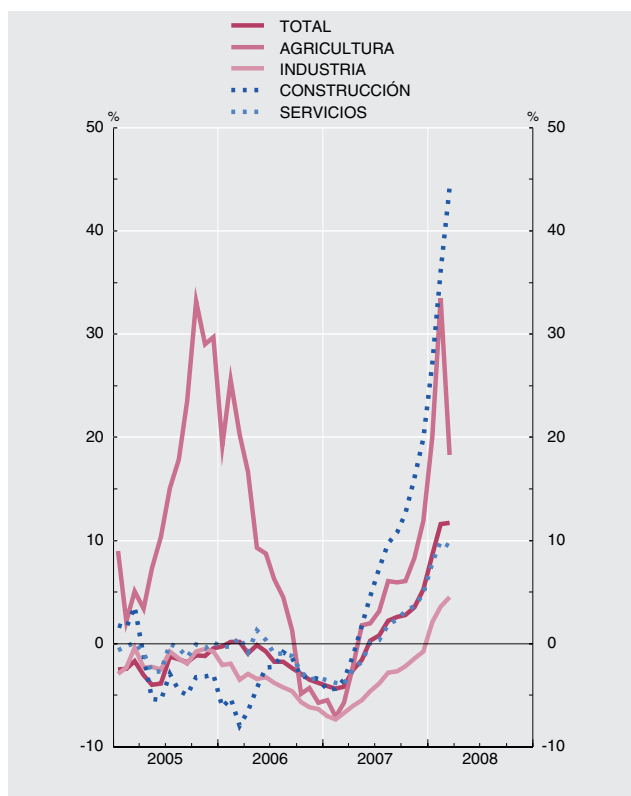
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

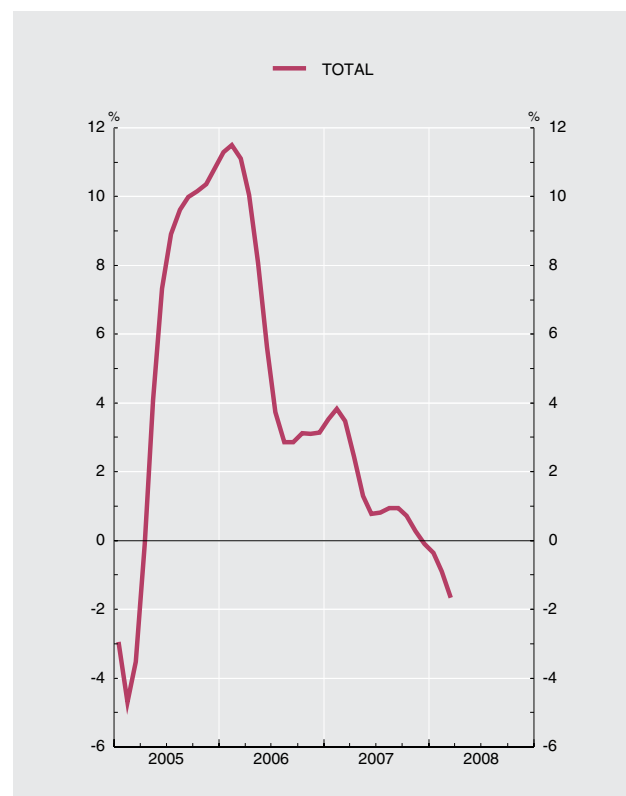
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas )	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
						Total	Agri-cultura	No agrícola										
								Total	Industria	Construc-ción	Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
07 E-M	M	2 072	-91	-4,2	-2,5	-4,4	-6,1	-4,3	-7,0	-4,1	-3,8	1 542	5,3	13,43	22,05	86,57	1 475	4,7
08 E-M	M	2 293	220	10,6	-0,1	12,0	23,9	11,5	3,4	35,7	9,1	1 431	-7,2	12,85	22,68	87,15	1 409	-4,4
07 Feb		2 075	-94	-4,3	-2,6	-4,5	-7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	1 408	3,0	12,49	22,28	87,51	1 365	4,0
Mar		2 059	-89	-4,1	-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	1 564	0,6	12,35	22,91	87,65	1 519	1,6
Abr		2 023	-53	-2,5	0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1
May		1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5
Jun		1 966	6	0,3	3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9
Jul		1 970	15	0,8	2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2
Ago		2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
Sep		2 017	51	2,6	1,6	2,7	5,9	2,6	-2,7	10,8	2,4	1 596	-4,7	12,05	25,50	87,95	1 584	-2,7
Oct		2 049	56	2,8	-3,2	3,6	6,1	3,5	-2,2	12,6	3,1	1 911	5,1	12,19	27,67	87,81	1 870	7,4
Nov		2 094	71	3,5	-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2
Dic		2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08 Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.



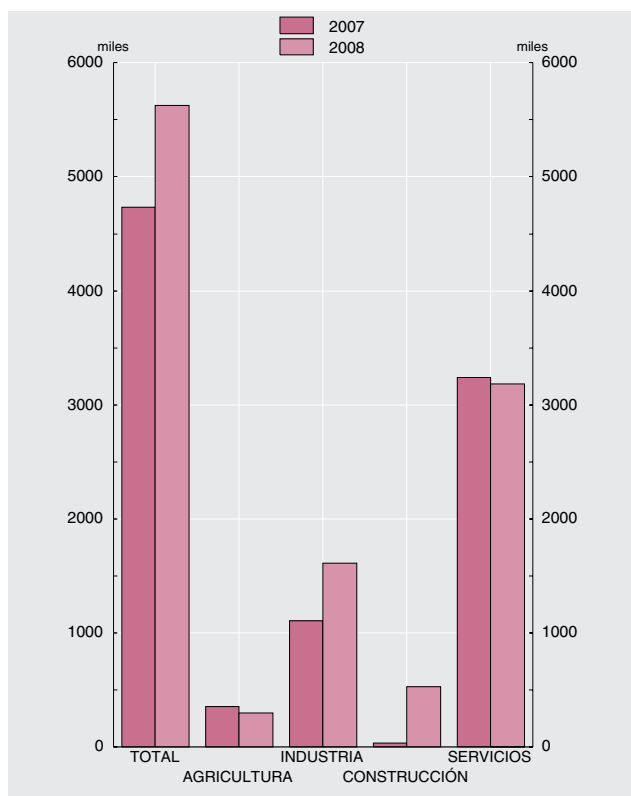
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

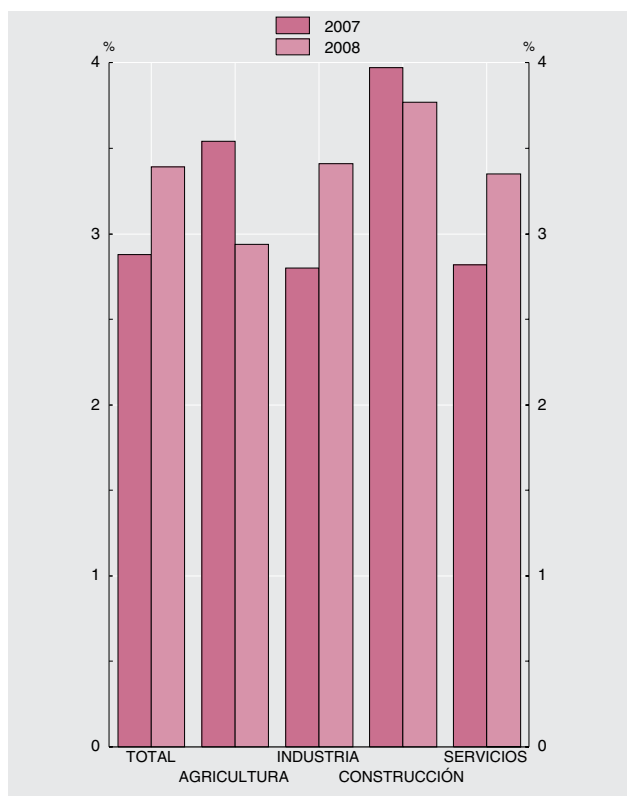
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>05</b>	10 756	4,04	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06</b>	11 017	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07</b>	9 826	4,11	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>06 Oct</b>	11 013	3,59	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
<b>Nov</b>	11 013	3,59	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
<b>Dic</b>	11 017	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07 Ene</b>	9 346	4,15	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
<b>Feb</b>	9 353	4,15	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
<b>Mar</b>	9 393	4,15	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
<b>Abr</b>	9 678	4,12	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
<b>May</b>	9 684	4,12	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
<b>Jun</b>	9 701	4,11	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
<b>Jul</b>	9 709	4,11	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
<b>Ago</b>	9 709	4,11	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
<b>Sep</b>	9 813	4,11	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
<b>Oct</b>	9 823	4,11	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
<b>Nov</b>	9 824	4,11	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
<b>Dic</b>	9 826	4,11	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08 Ene</b>	5 562	3,39	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
<b>Feb</b>	5 565	3,39	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
<b>Mar</b>	5 603	3,38	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35

**TRABAJADORES AFECTADOS**  
Enero-marzo



**INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO**  
Enero-marzo



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).  
a. Datos acumulados.

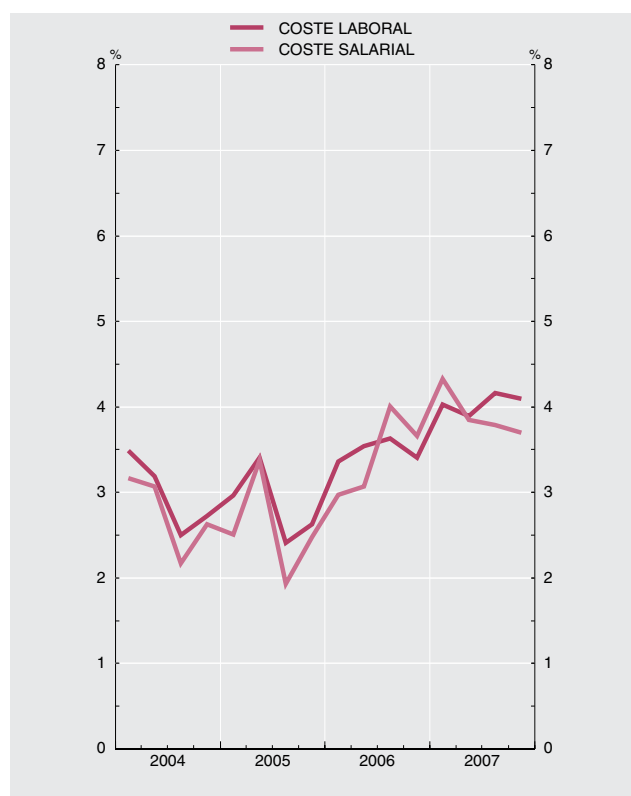
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

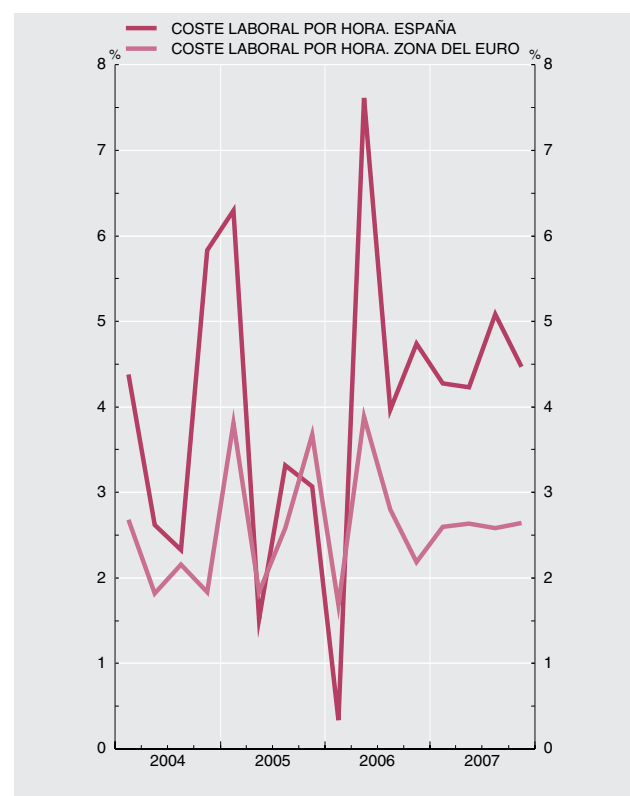
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	M	3,0	3,4	5,2	2,6	3,8	2,8	3,3	4,2	2,5	3,6	3,6	2,1
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	3,0
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,6
06	I-IV	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,6
07	I-IV	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,6
05	II	3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	1,8
	III	2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	2,6
	IV	2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	3,7
06	I	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	1,7
	II	3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,9
	III	3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,8
	IV	3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,2
07	I	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,5
	II	3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,6
	III	4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,4
	IV	4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,5

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

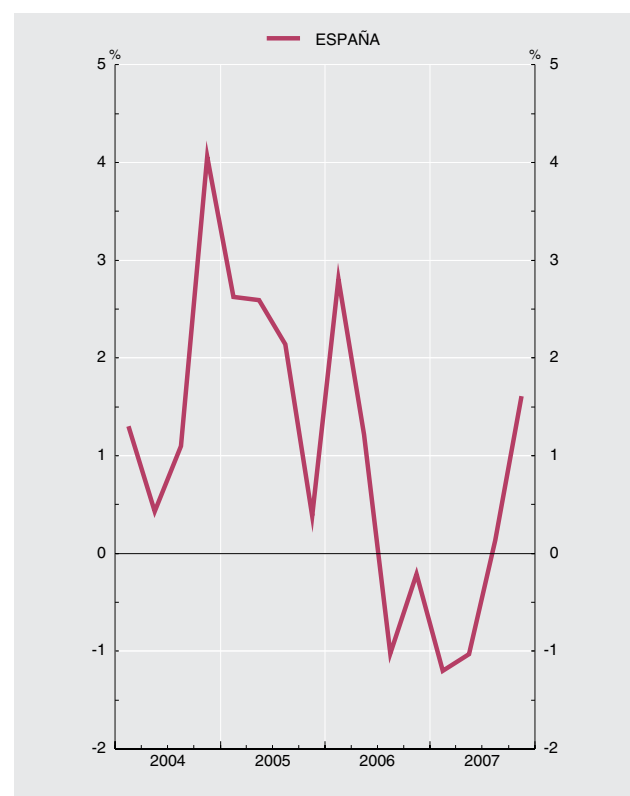
Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
							España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	2,5	1,0	2,8	1,8	0,4	0,8	3,6	1,7	3,2	0,9	1,9	...
06	2,3	0,9	3,0	2,2	0,7	1,3	3,9	2,9	3,2	1,6	0,7	...
07	2,7	1,5	3,6	2,3	0,8	0,8	3,8	2,6	3,0	2,4	-0,1	...
05 /	1,8	1,2	2,8	1,6	1,0	0,4	3,6	1,4	2,6	1,0	2,6	...
II	2,9	1,0	3,6	1,6	0,6	0,6	3,7	1,5	3,1	0,9	2,6	...
III	2,5	0,7	2,3	1,6	-0,2	0,9	3,4	1,8	3,7	0,9	2,1	...
IV	2,6	1,2	2,8	2,3	0,2	1,0	3,7	2,0	3,5	0,9	0,4	...
06 /	2,9	0,9	3,1	2,1	0,3	1,2	3,7	2,5	3,4	1,3	2,8	...
II	2,5	1,2	2,7	2,4	0,2	1,1	3,8	2,9	3,6	1,7	1,2	...
III	1,7	1,2	2,9	2,4	1,2	1,2	3,9	2,8	2,7	1,6	-1,0	...
IV	2,3	0,2	3,2	1,8	0,9	1,6	4,0	3,2	3,1	1,6	-0,2	...
07 /	2,6	1,0	3,4	2,4	0,8	1,4	4,1	3,1	3,3	2,4	-1,2	...
II	2,6	1,4	3,4	2,2	0,8	0,8	4,0	2,5	3,1	2,3	-1,0	...
III	2,7	1,4	3,5	2,2	0,8	0,7	3,8	2,6	3,0	2,6	0,1	...
IV	2,9	2,0	3,8	2,5	0,9	0,5	3,5	2,2	2,5	2,4	1,6	...

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

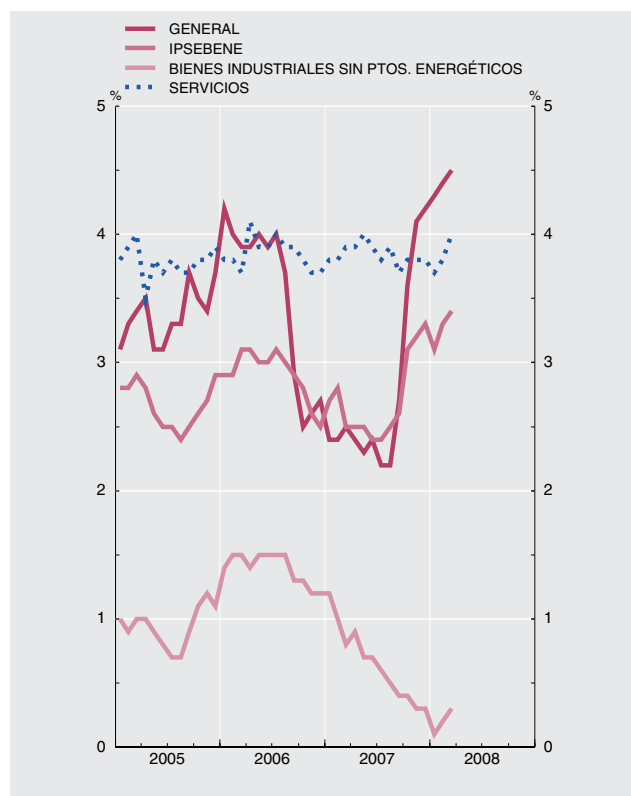
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

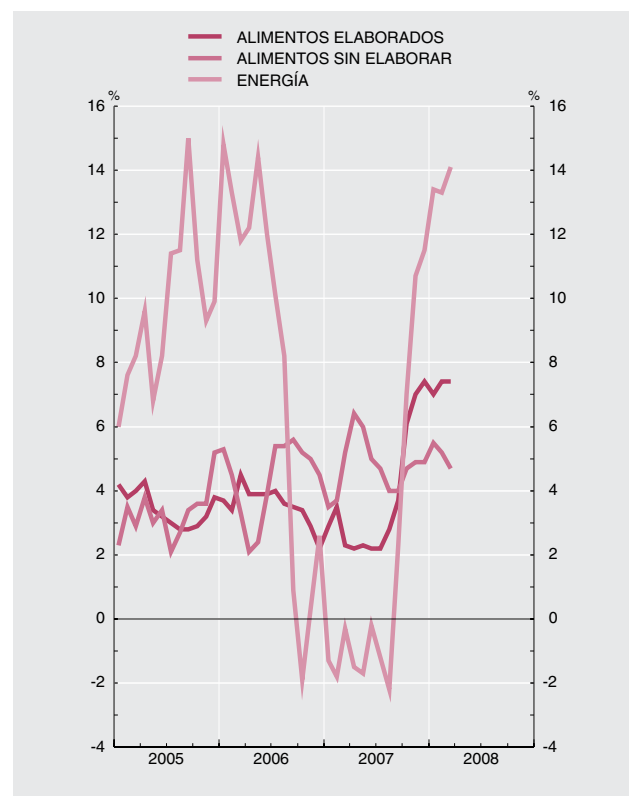
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ( $T_{12}^1$ )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m <sup>1</sup> (a)	$T_{12}^1$ (b)	s/ $T_{dic}$ (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	$T_{12}^1$
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
07 E-M	M	100,8	0,1	2,4	-0,4	4,1	2,9	1,0	-1,1	3,8	2,7	113,6	-3,7
08 E-M	M	105,2	0,2	4,4	-0,2	5,1	7,3	0,2	13,6	3,8	3,3	...	...
06 Dic		101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07 Ene		100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
Feb		100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	113,8	-6,3
Mar		101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	115,3	1,5
Abr		102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	120,3	6,7
May		103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	116,2	0,4
Jun		103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	116,3	2,6
Jul		102,4	-0,7	2,2	1,3	4,7	2,2	0,6	-1,2	3,8	2,4	106,1	2,5
Ago		102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	2,8	0,5	-2,2	3,9	2,5	108,0	5,1
Sep		102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	112,7	12,1
Oct		104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	116,0	13,8
Nov		105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	124,6	15,7
Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6
08 Ene		104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1
Feb		104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	3,3	...	...
Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

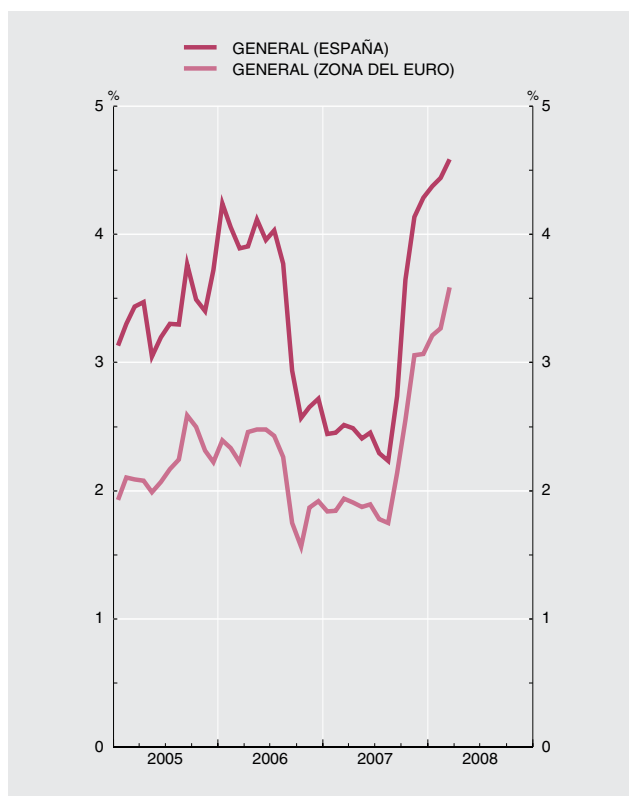
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

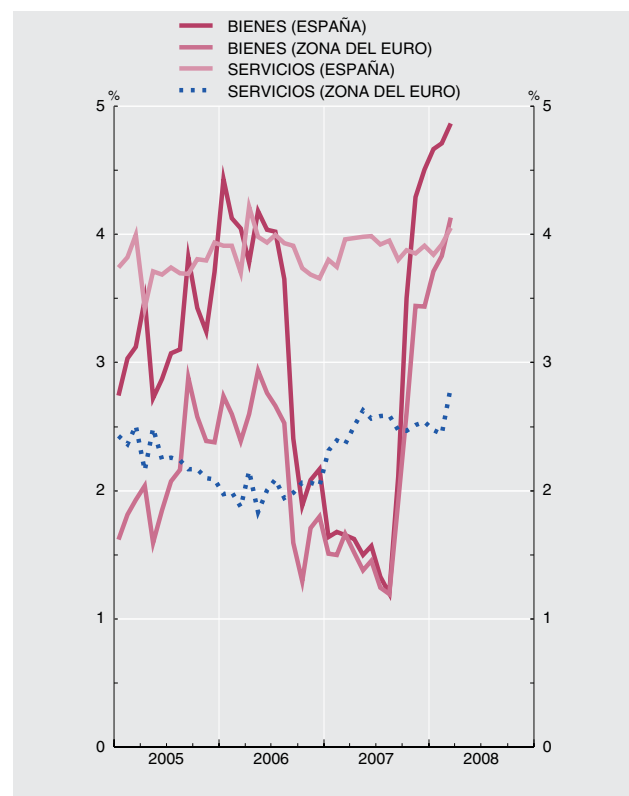
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
07 E-M	M	2,5	1,9	1,7	1,6	3,3	2,5	2,9	2,1	3,8	3,1	0,6	1,1	1,1	1,1	-1,1	1,1	3,8	2,4
08 E-M	MP	4,5	3,4	4,7	3,9	6,6	5,2	8,5	6,4	4,6	3,5	3,7	3,2	0,3	0,8	13,6	10,7	3,9	2,6
06 Dic		2,7	1,9	2,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,1	3,9	3,7	1,7	1,4	1,4	0,9	2,6	2,9	3,7	2,0
07 Ene		2,4	1,8	1,6	1,5	3,1	2,8	3,0	2,2	3,3	3,7	0,7	0,9	1,3	0,9	-1,2	0,9	3,8	2,3
Feb		2,5	1,8	1,7	1,5	3,6	2,4	3,7	2,1	3,6	2,8	0,4	1,1	1,1	1,1	-1,7	0,8	3,7	2,4
Mar		2,5	1,9	1,7	1,7	3,3	2,3	2,0	1,9	4,6	2,9	0,6	1,4	0,9	1,2	-0,3	1,8	4,0	2,4
Abr		2,5	1,9	1,6	1,5	3,6	2,7	1,9	1,9	5,4	3,9	0,4	1,0	0,9	1,1	-1,4	0,4	4,0	2,5
May		2,4	1,9	1,5	1,4	3,5	2,4	2,0	1,9	5,2	3,1	0,2	0,9	0,8	1,0	-1,6	0,3	4,0	2,6
Jun		2,5	1,9	1,6	1,5	3,2	2,4	2,0	2,0	4,4	3,0	0,5	1,0	0,7	1,0	-0,2	0,9	4,0	2,6
Jul		2,3	1,8	1,3	1,2	3,0	2,3	1,9	1,9	4,2	2,8	0,2	0,7	0,6	0,9	-1,2	-	3,9	2,6
Ago		2,2	1,7	1,2	1,2	3,2	2,5	2,8	2,5	3,7	2,4	-0,1	0,6	0,5	1,0	-2,1	-0,9	4,0	2,6
Sep		2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5
Oct		3,6	2,6	3,5	2,6	5,6	3,5	7,0	3,8	4,3	3,1	2,1	2,1	0,4	1,1	7,0	5,5	3,9	2,5
Nov		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
Dic		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
08 Ene		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
Feb		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
Mar	P	4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

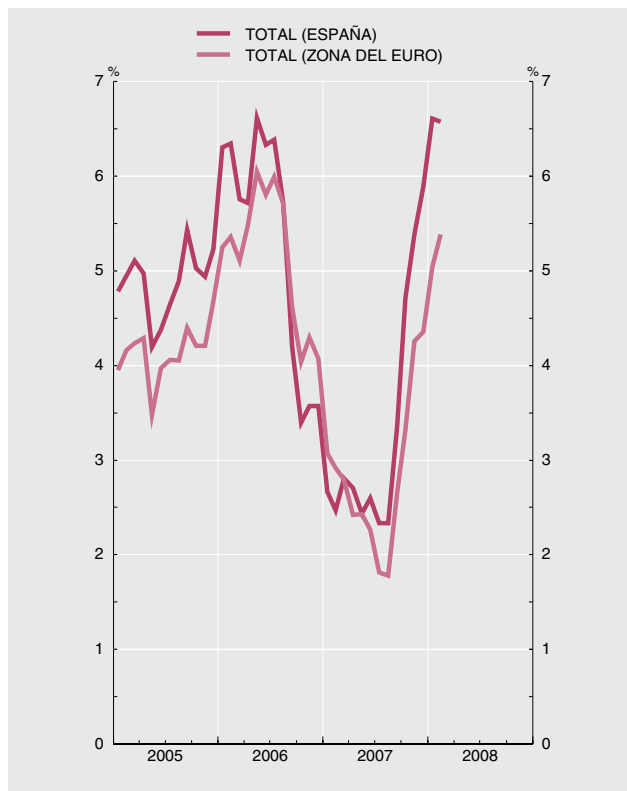
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

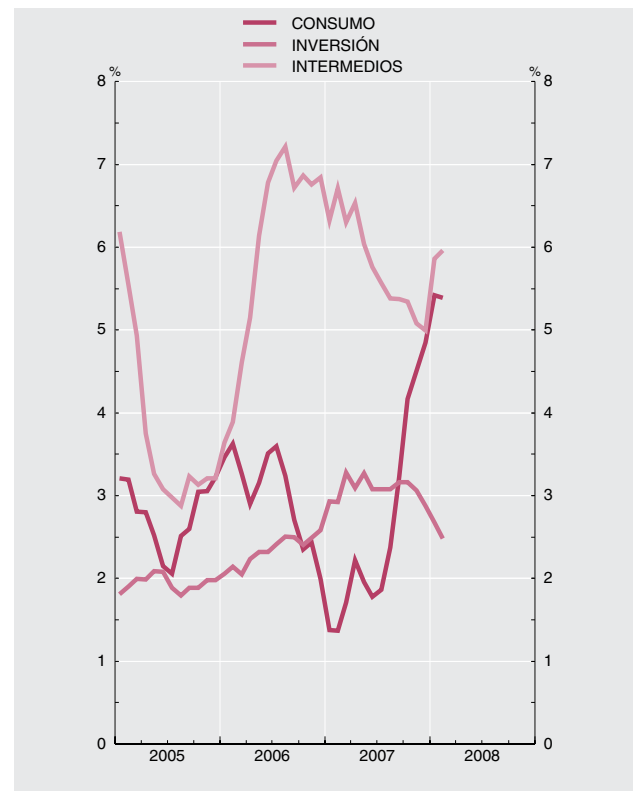
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,6
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6
07	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,7
07 E-F	MP	119,9	—	2,6	—	1,4	—	2,9	—	6,5	—	-1,8	3,0	1,6	2,0	6,0	1,3
08 E-F	MP	127,8	—	6,6	—	5,4	—	2,6	—	5,9	—	13,3	5,2	4,3	1,4	4,0	11,3
06 Nov	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,8	6,2	6,8
06 Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,5	1,8	6,2	6,2
07 Ene	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,3	-1,1	3,1	1,5	2,0	6,1	1,6
07 Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	5,9	1,0
07 Mar	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,5	6,3	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,8	0,9
07 Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,5	0,7	-2,6	2,4	1,7	2,0	5,8	-0,7
07 May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,1
07 Jun	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,3	1,6	1,9	5,1	-0,5
07 Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,8	-2,6	1,8	1,9	1,7	4,5	-1,9
07 Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,4	1,7	4,2	-2,0
07 Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,0	1,7
07 Oct	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	3,4	1,5	3,9	4,3
07 Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
07 Dic	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,5
08 Ene	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,2	5,0	4,3	1,3	3,8	10,8
08 Feb	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,3	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,7

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

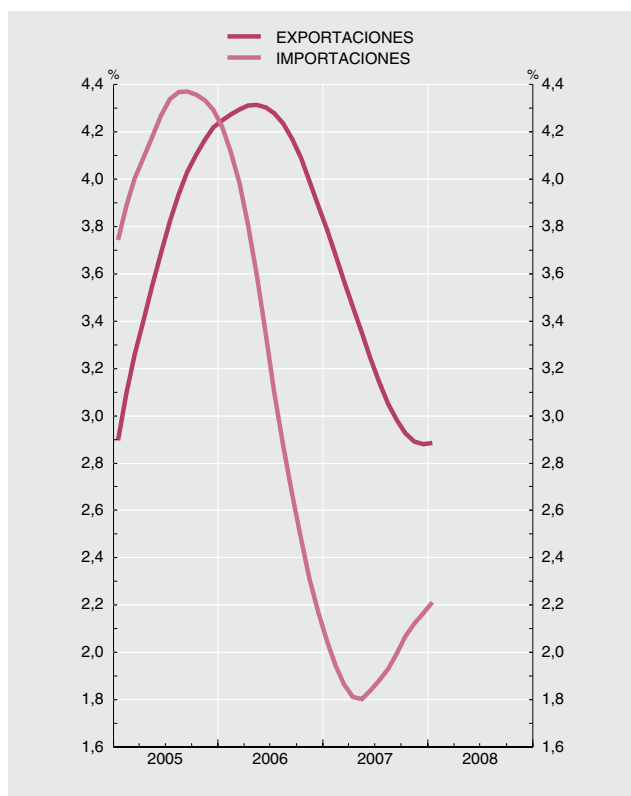
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

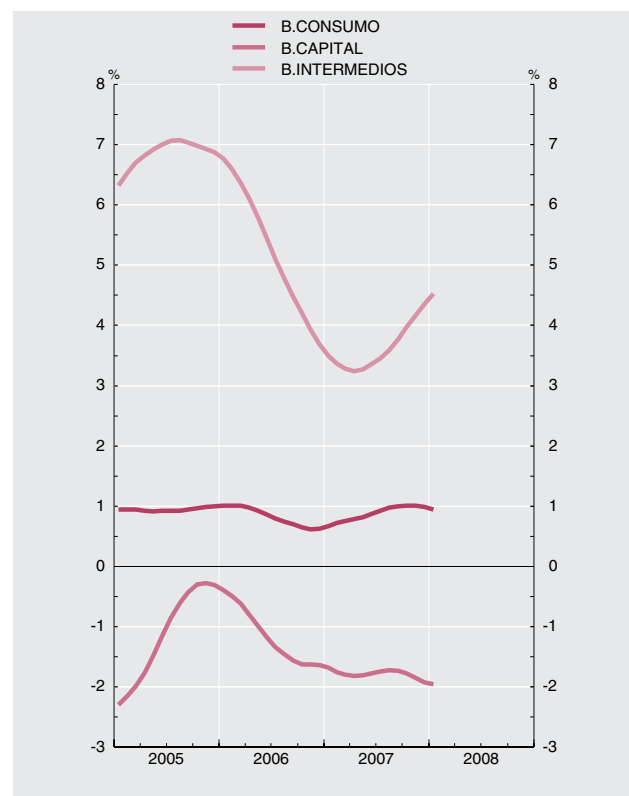
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-E	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8	5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
08 E-E	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
06 Ago	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7	6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
Sep	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9	7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
Oct	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6	7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
Nov	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0	6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
Dic	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8	4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
07 Ene	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8	5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7	7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3	5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

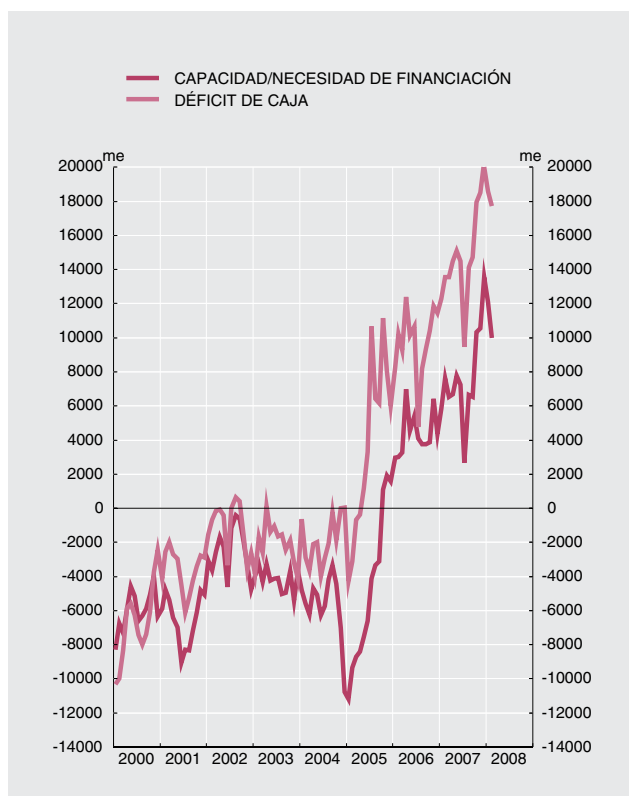
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

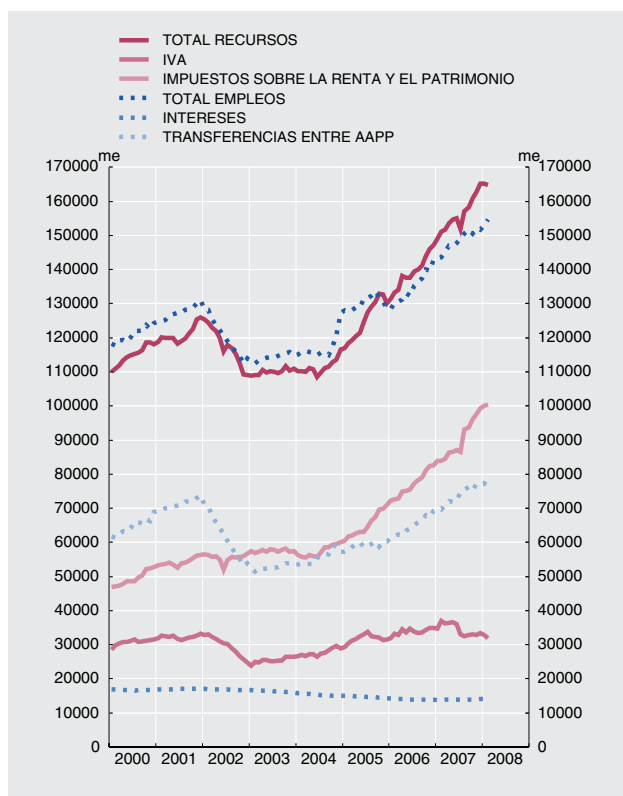
Millones de euros

		Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
			Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asala- riados	Inter- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos
															15=	16	16
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	15-16	15	16
99		-7 303	109 643	28 574	16 836	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00		-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01		-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02		-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03		-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04		-10 762	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05		1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P	4 362	147 201	34 929	11 331	5 261	82 541	13 139	142 839	16 883	13 820	69 299	5 846	36 991	11 471	141 847	130 375
07	P	13 552	165 171	33 334	12 948	6 838	99 265	12 786	151 619	18 096	13 986	76 885	5 202	37 450	20 135	159 840	139 704
07 E-F	P	12 949	31 688	15 160	2 042	557	13 247	682	18 943	2 558	2 238	9 847	180	4 120	6 231	32 045	25 814
08 E-F	A	9 389	31 338	13 706	2 138	544	14 413	537	21 949	2 634	2 260	12 165	160	4 730	3 831	31 635	27 803
07 Jun	P	-8 073	4 162	21	1 115	311	1 077	1 638	12 235	2 301	1 159	5 684	120	2 971	-7 051	3 604	10 655
Jul	P	2 267	16 300	1 521	1 245	723	11 950	861	14 033	1 337	1 216	8 822	319	2 339	-852	16 648	17 500
Ago	P	4 297	15 152	-3 621	1 114	275	17 060	324	10 855	1 318	1 182	5 957	233	2 165	3 911	13 879	9 968
Sep	P	484	12 199	3 283	1 214	354	5 986	1 362	11 715	1 364	1 150	6 108	278	2 815	2 942	11 870	8 929
Oct	P	15 331	26 994	6 751	1 000	242	18 407	594	11 663	1 345	1 210	6 229	389	2 490	14 910	26 804	11 894
Nov	P	-2 413	10 835	1 205	1 185	1 222	6 126	1 097	13 248	1 333	1 131	7 448	275	3 061	-975	10 080	11 055
Dic	P	-11 938	13 359	681	1 060	1 253	7 528	2 837	25 297	2 536	1 185	8 779	2 084	10 713	-3 968	11 432	15 400
08 Ene	A	1 438	11 089	-943	945	333	10 608	146	9 651	1 298	1 202	5 380	5	1 766	-5 290	12 833	18 123
Feb	A	7 951	20 249	14 649	1 193	211	3 805	391	12 298	1 336	1 058	6 785	155	2 964	9 121	18 802	9 680

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.



## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

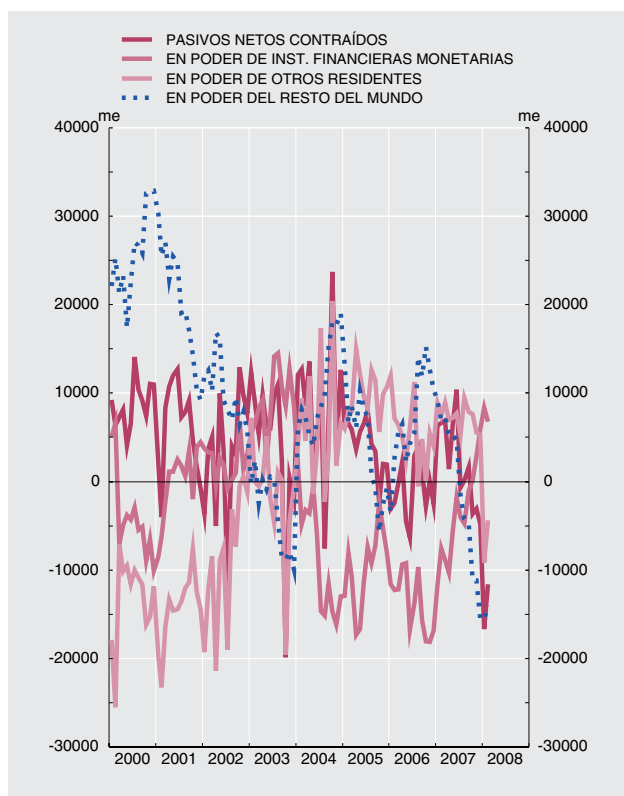
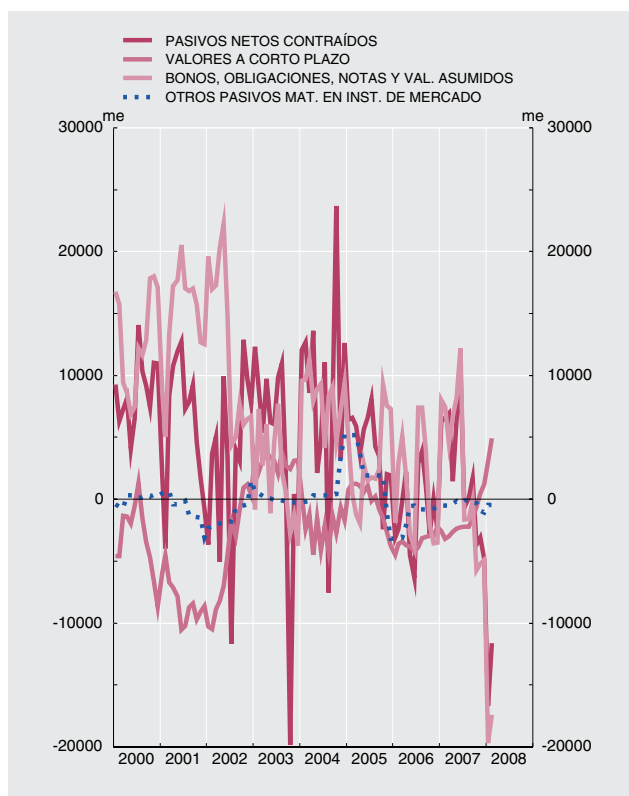
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Total	En monedas distin- tas de la pese- ta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (b)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Depó- sitos en el Banco de España						Total	Institu- ciones financie- rias mo- netarias	Otros sectores residen- tes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P 4 362	1 870	-200	-2 492	175	-2 198	-3 488	-486	-536	4 215	-12 849	-16 865	4 017	10 357	-6 707
07	P 13 552	8 772	65	-4 780	-120	1 206	-4 916	-519	-1 081	860	11 118	5 896	5 222	-15 568	-5 310
07 E-F	P 12 949	14 041	0	1 092	17	-1 437	3 286	-	6	-492	750	-316	1 066	613	1 855
08 E-F	A 9 389	3 641	34	-5 748	15	2 273	-9 209	-	605	583	-7 953	591	-8 544	2 205	-6 331
07 Jun	P -8 073	-3 539	-4 491	4 534	8	-2 681	6 529	-	-136	822	2 938	1 880	1 057	1 596	3 712
Jul	P 2 267	-6 897	-2 109	-9 164	-56	2 031	-15 117	-	-78	4 001	-2 029	-2 653	624	-7 135	-13 165
Ago	P 4 297	-495	-301	-4 792	8	-1 606	1 051	-	27	-4 264	-1 724	-162	-1 562	-3 068	-528
Sep	P 484	7 043	97	6 559	3	2 598	4 001	-	-195	155	4 783	3 144	1 639	1 776	6 404
Oct	P 15 331	2 347	1 800	-12 984	4	-1 216	-12 685	-	18	899	-7 825	-2 360	-5 465	-5 159	-13 883
Nov	P -2 413	2 848	-1 908	5 261	-115	2 834	2 746	-	-625	306	4 913	3 232	1 681	348	4 955
Dic	P -11 938	-10 125	78	1 813	8	-1 062	2 581	-	-150	445	6 874	2 629	4 245	-5 061	1 369
08 Ene	A 1 438	-7 563	10	-9 001	8	3 403	-14 642	-	617	1 620	-9 113	-213	-8 900	112	-10 621
Feb	A 7 951	11 204	25	3 253	7	-1 131	5 433	-	-12	-1 037	1 160	804	356	2 093	4 290

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

b. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

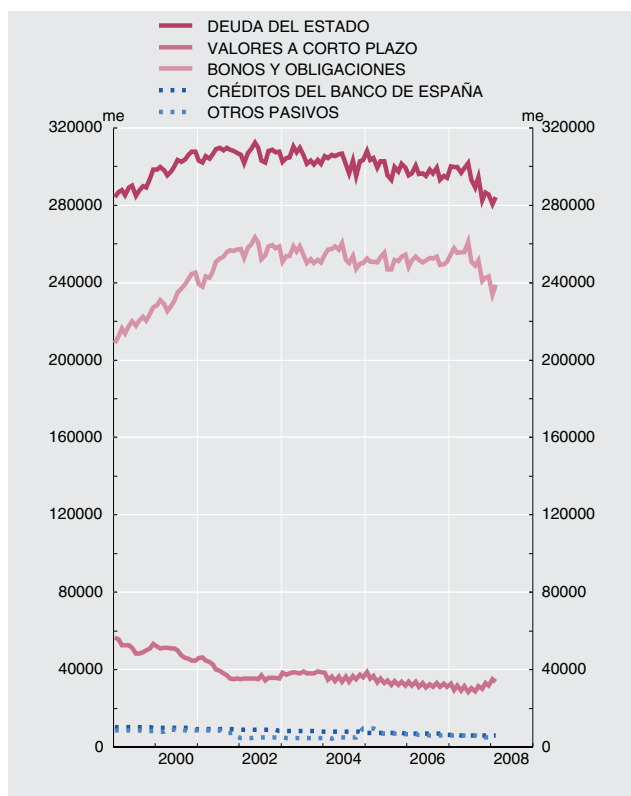
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

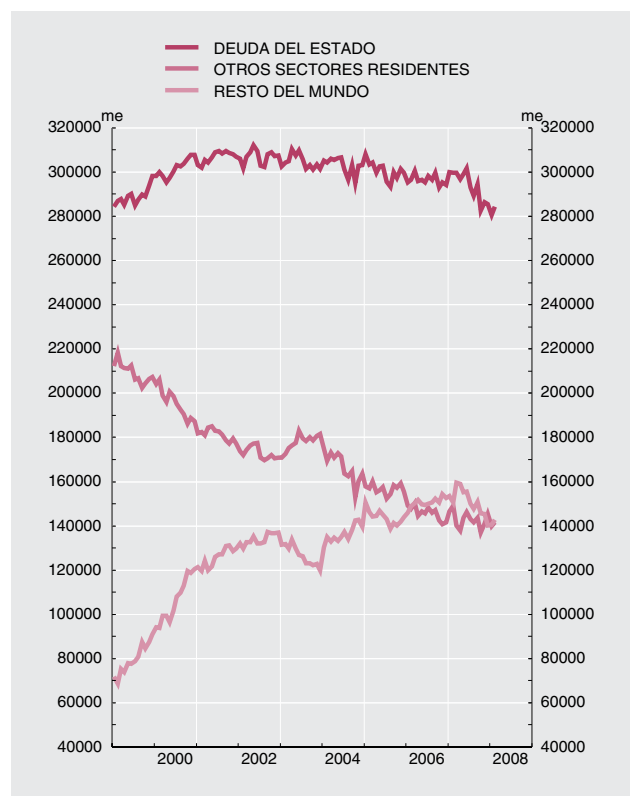
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:  En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)	
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04		303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05		299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	P	294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794
07	May	P 299 065	382	31 313	255 814	5 832	6 105	167 331	23 548	143 784	155 282	7 000	5 716
	Jun	P 301 637	386	28 614	261 222	5 832	5 969	169 825	23 644	146 181	155 456	2 508	6 166
	Jul	P 293 088	386	30 485	250 880	5 832	5 891	166 645	23 492	143 152	149 935	399	6 106
	Ago	P 289 325	384	28 738	248 837	5 832	5 917	167 392	25 689	141 703	147 622	98	6 106
	Sep	P 294 478	373	31 334	251 589	5 832	5 723	169 508	25 818	143 690	150 788	195	6 193
	Oct	P 282 566	373	30 122	240 871	5 832	5 740	161 472	24 536	136 937	145 629	1 995	6 277
	Nov	P 286 465	364	32 954	242 563	5 832	5 116	165 687	24 536	141 151	145 313	87	6 207
	Dic	P 285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 989	25 669	145 320	140 250	165	6 172
08	Ene	A 280 457	348	35 024	234 018	5 832	5 582	164 492	24 609	139 883	140 574	174	6 125
	Feb	A 284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 241	24 609	141 632	142 660	199	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

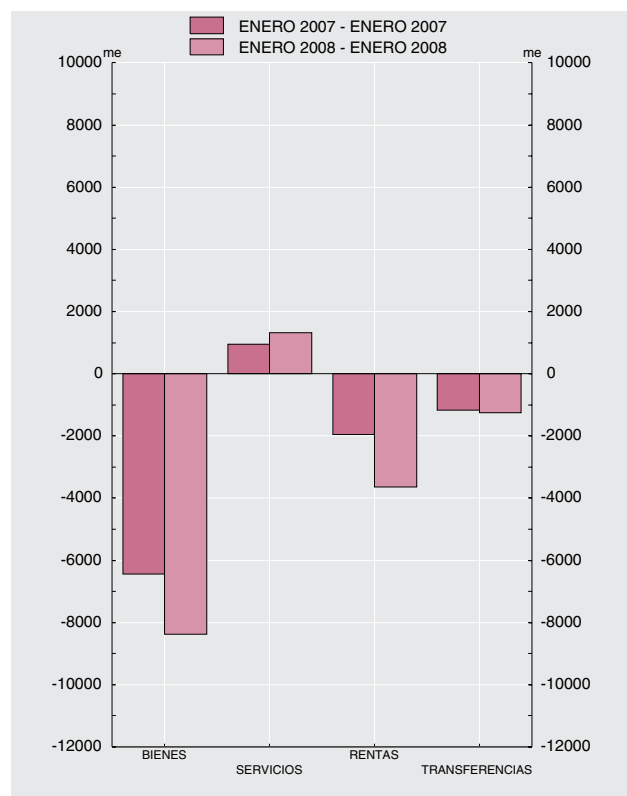
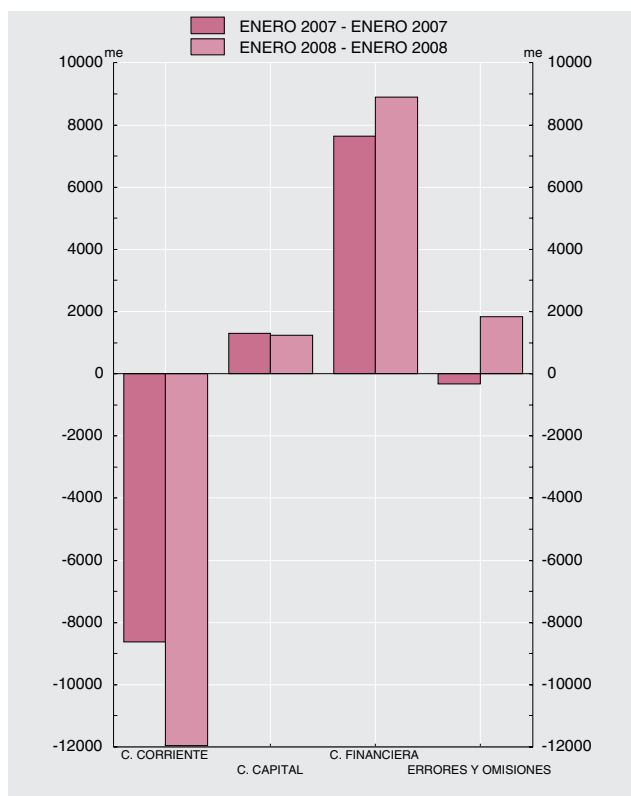
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes				Servicios				Rentas			Trans- feren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos									
					Del cual		Del cual													
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)				
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139			
06	P -84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909			
07	P-106 201	-88 459	184 150	272 610	22 371	93 404	42 201	71 034	14 360	-32 913	45 331	78 244	-7 200	4 812	-101 389	101 869	-480			
07 E-E	P -8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329			
08 E-E	P -11 951	-8 375	15 431	23 806	1 321	7 355	2 759	6 034	1 136	-3 636	4 949	8 585	-1 260	1 234	-10 717	8 889	1 829			
06 Oct	P -7 540	-7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115			
Nov	P -10 269	-7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837			
Dic	P -3 326	-5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362			
07 Ene	P -8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329			
Feb	P -8 981	-6 021	15 130	21 151	819	5 849	2 290	5 030	910	-1 939	2 790	4 729	-1 839	131	-8 850	9 376	-526			
Mar	P -7 885	-6 774	16 599	23 373	1 130	6 856	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 783	7 292	491			
Abr	P -8 851	-6 944	14 539	21 483	1 140	6 542	2 717	5 402	996	-2 120	3 834	5 954	-927	276	-8 575	6 468	2 107			
May	P -8 181	-7 045	16 279	23 324	2 151	7 415	3 358	5 264	779	-2 693	3 271	5 964	-594	244	-7 937	8 400	-464			
Jun	P -7 683	-7 451	16 363	23 814	2 429	8 442	4 124	6 013	1 252	-2 483	5 870	8 353	-178	102	-7 581	9 042	-1 461			
Jul	P -9 880	-7 813	15 545	23 358	3 370	10 308	5 065	6 938	1 548	-4 499	4 087	8 586	-937	153	-9 727	8 610	1 117			
Ago	P -6 735	-6 981	12 331	19 312	3 479	9 642	5 353	6 163	1 664	-2 373	2 340	4 713	-860	109	-6 626	9 056	-2 430			
Sep	P -8 669	-7 523	15 114	22 638	2 846	8 814	4 581	5 967	1 358	-2 863	2 912	5 775	-1 129	105	-8 564	10 077	-1 513			
Oct	P -9 773	-8 342	16 975	25 316	2 524	8 930	4 030	6 406	1 282	-2 787	4 283	7 071	-1 168	825	-8 948	9 416	-469			
Nov	P -11 638	-7 845	16 824	24 669	901	7 088	2 795	6 187	1 347	-3 829	2 778	6 607	-865	292	-11 346	11 090	256			
Dic	P -9 304	-9 268	14 246	23 514	631	7 084	2 400	6 453	1 034	-3 150	5 536	8 685	2 482	1 172	-8 132	5 391	2 741			
08 Ene	P -11 951	-8 375	15 431	23 806	1 321	7 355	2 759	6 034	1 136	-3 636	4 949	8 585	-1 260	1 234	-10 717	8 889	1 829			

## RESUMEN

## DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

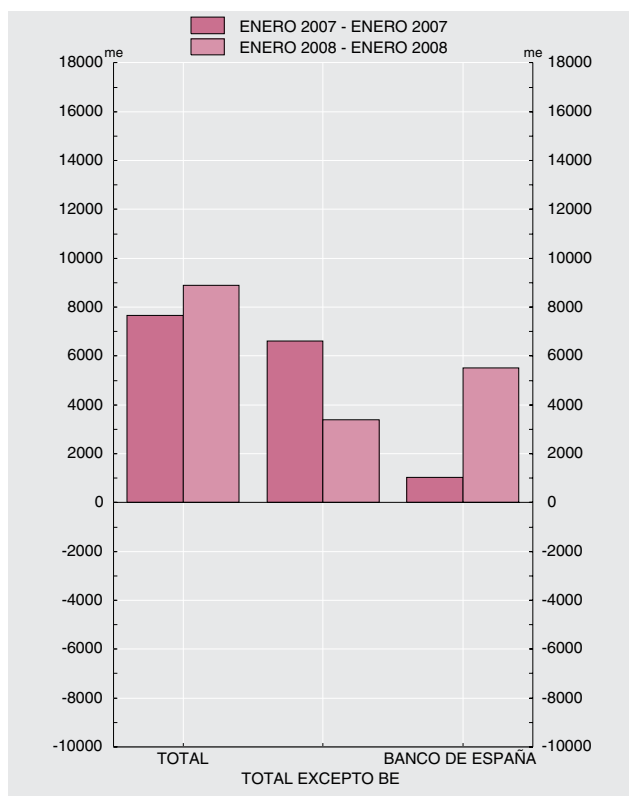
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

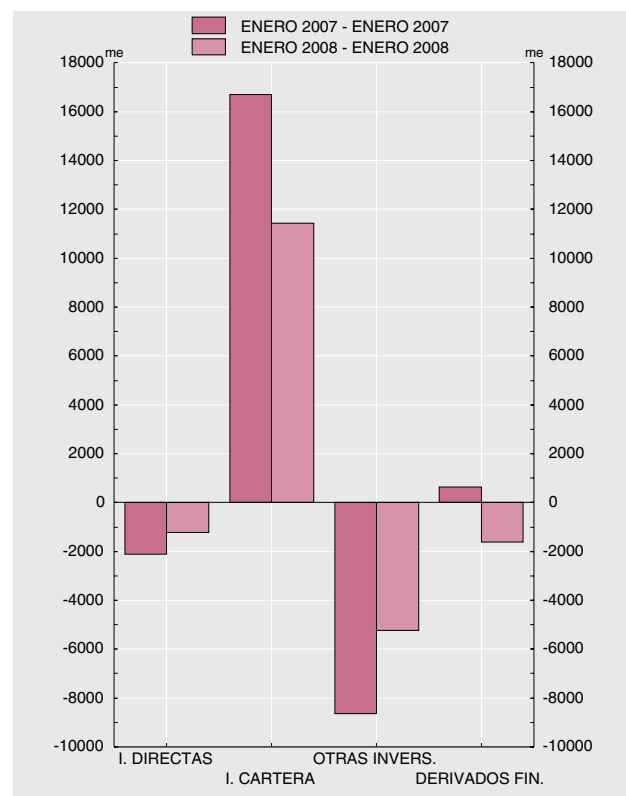
Millones de euros

	Cuenta finan- ciera  (VNP- VNA)  1= 2+13		Total, excepto Banco de España											Banco de España			
			Total  (VNP- VNA)  2=3+6+ 9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados finan- cieros netos (VNP- VNA)  12	Total  (VNP- VNA)  13=14+ 15+16	Reser- vas  (e)  14	Activos netos frente al Euro- sistema  (e)  15	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)  16
				Saldo (VNP- VNA)  3=5-4	De España en el exterior (VNA)  4	Del exterior en España (VNP) (b)  5	Saldo (VNP- VNA)  6=8-7	De España en el exterior (VNA)  7	Del exterior en España (VNP) (c)  8	Saldo (VNP- VNA)  9=11-10	De España en el exterior (VNA)  10	Del exterior en España (VNP)  11					
05		60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	P	81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	P101	869	87 547	-40 894	84 243	43 349	103 094	-7 507	95 587	30 271	53 993	84 264	-4 923	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-E	P	7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
08 E-E	P	8 889	3 386	-1 212	3 129	1 917	11 437	-12 698	-1 261	-5 223	34 797	29 574	-1 616	5 502	123	5 483	-104
06 Oct	P	7 293	17 408	1 358	1 316	2 674	15 675	-3 055	12 621	-1 119	11 615	10 497	1 493	-10 114	4	-5 821	-4 297
Nov	P	7 849	7 235	-4 313	4 412	98	14 458	4 662	19 120	-2 231	5 081	2 849	-679	614	-20	3 750	-3 116
Dic	P	1 699	5 600	-4 950	4 999	49	2 856	1 143	3 999	7 279	-4 033	3 246	415	-3 901	-73	-1 905	-1 923
07 Ene	P	7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
Feb	P	9 376	16 999	1 403	474	1 877	17 715	5 409	23 124	-2 190	10 289	8 098	71	-7 623	32	-6 077	-1 578
Mar	P	7 292	6 518	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 597	24 007	-7 622	19 297	11 675	392	774	-33	2 645	-1 838
Abr	P	6 468	20 239	-6 340	12 778	6 438	18 014	932	18 946	7 472	-13 089	-5 617	1 093	-13 771	-17	-12 813	-941
May	P	8 400	6 564	-9 661	11 760	2 099	9 722	5 364	15 086	7 987	4 585	12 572	-1 484	1 836	-29	3 622	-1 756
Jun	P	9 042	10 692	-885	1 627	743	12 394	1 260	13 654	-801	8 449	7 648	-16	-1 650	-308	321	-1 663
Jul	P	8 610	10 720	-4 183	7 820	3 637	14 679	-2 306	12 373	1 260	10 677	11 937	-1 036	-2 109	-35	949	-3 023
Ago	P	9 056	-6 665	-1 190	2 708	1 517	165	-4 035	-3 870	-4 912	5 604	692	-728	15 721	-6	15 663	64
Sep	P	10 077	1 080	-7 645	7 773	128	7 404	-8 087	-684	2 328	10 463	12 791	-1 007	8 996	336	9 339	-679
Oct	P	9 416	7 968	-2 866	24 176	21 310	-14 813	-4 481	-19 294	28 857	-4 070	24 787	-3 209	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	P	11 090	3 895	-253	3 004	2 751	4 831	-4 817	14	-3 772	19 254	15 482	3 089	7 195	35	7 757	-596
Dic	P	5 391	2 928	-2 507	5 091	2 583	-2 136	-1 997	-4 133	10 297	-23 782	-13 485	-2 726	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P	8 889	3 386	-1 212	3 129	1 917	11 437	-12 698	-1 261	-5 223	34 797	29 574	-1 616	5 502	123	5 483	-104

CUENTA FINANCIERA  
(VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE  
(VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

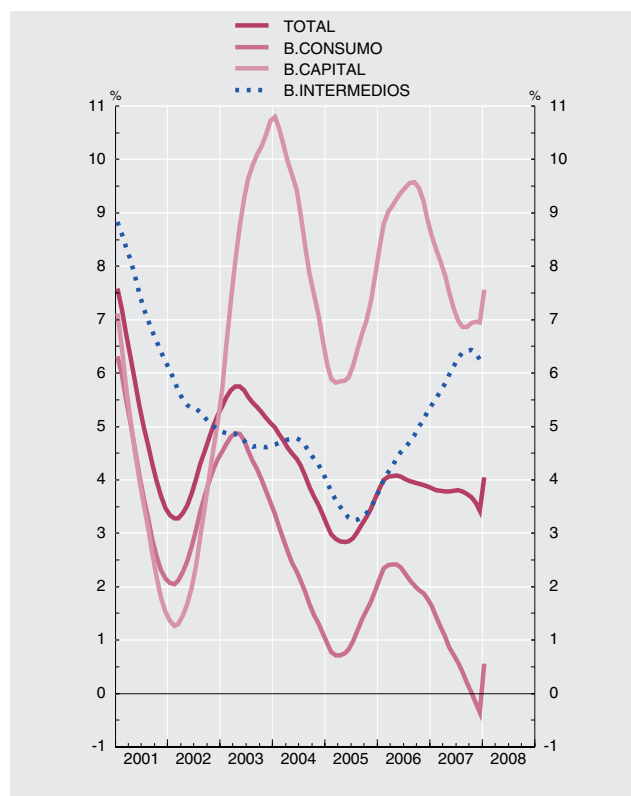
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin-al	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países ameri-canos	China	Nuevos países tri-alizados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7	
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5	
07	181 479	6,9	4,2	0,1	-0,7	8,1	8,4	8,3	5,7	6,1	4,7	2,6	24,7	-3,6	27,4	5,1	
06 Dic	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,8	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	100,1	9,9	
07 Ene	13 969	9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,3	13,5	9,0	4,7	31,0	-16,4	-2,6	76,6	
Feb	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,1	4,2	4,5	20,8	-16,6	58,2	1,7	-23,2	
Mar	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	11,1	-8,1	
Abr	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,2	10,2	4,8	-12,0	45,0	42,2	43,8	-4,6	
May	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,5	5,7	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	41,1	-10,9	
Jun	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	3,1	4,2	24,3	14,2	22,0	-2,3	14,4	
Jul	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	13,8	11,7	9,4	27,7	-20,9	26,3	8,0	
Ago	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	5,0	7,2	3,9	2,9	24,0	-38,6	20,1	9,0	
Sep	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7	
Oct	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5	
Nov	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0	
Dic	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1	
08 Ene	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5	

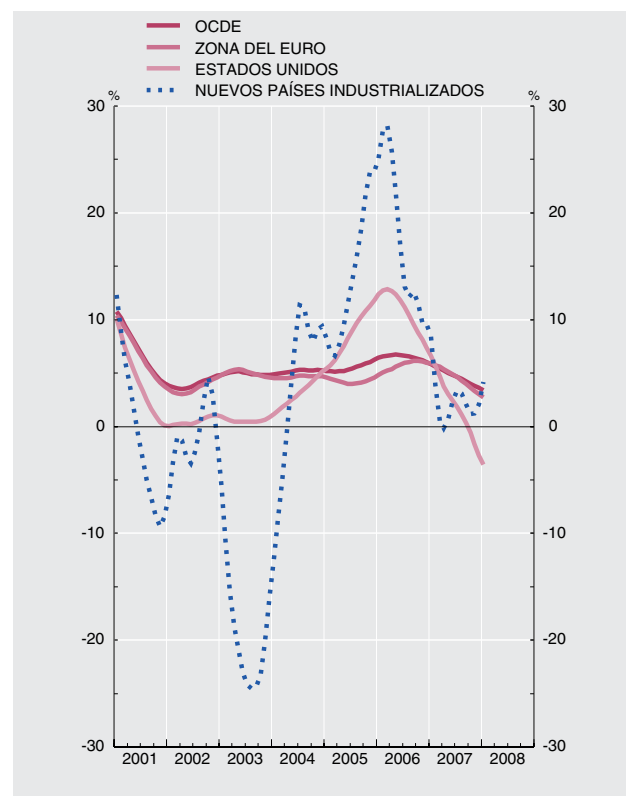
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

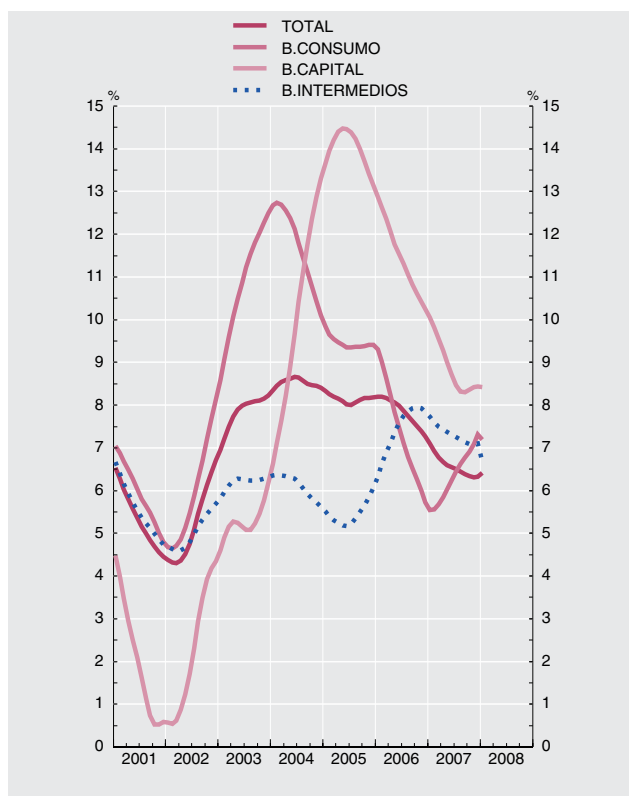
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin-al	Deflacta-do (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países ameri-canos	China	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6	
07	280 431	8,2	6,9	5,1	9,9	7,2	4,0	8,5	8,6	9,0	8,2	19,1	-4,7	5,9	31,2	-2,9	
06 Dic	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,5	-3,4	-3,3	36,8	12,2	29,1	29,2	24,3	
07 Ene	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,2	17,9	4,0	21,6	10,1	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	43,8	0,3	
Feb	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,4	6,2	5,1	7,5	-8,9	41,2	32,3	-1,8	
Mar	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,7	5,8	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	45,2	0,6	
Abr	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,0	13,4	11,8	11,6	-11,3	5,5	32,0	-1,9	
May	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,5	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	33,9	-10,6	
Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,5	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	19,0	13,7	
Jul	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	13,8	15,0	15,1	4,1	-1,1	22,2	46,9	2,5	
Ago	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,4	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	34,0	-9,6	
Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4	
Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9	
Nov	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9	
Dic	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6	
08 Ene	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8	

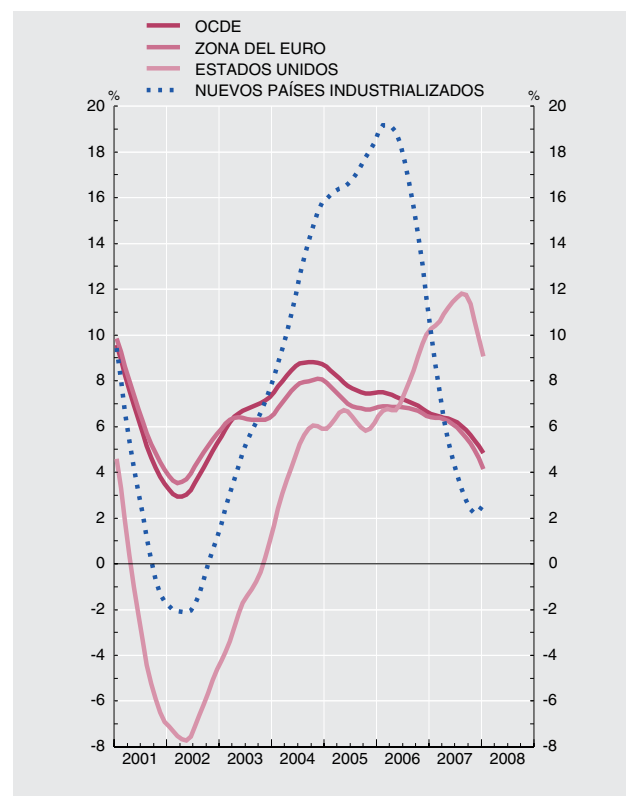
##### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



##### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

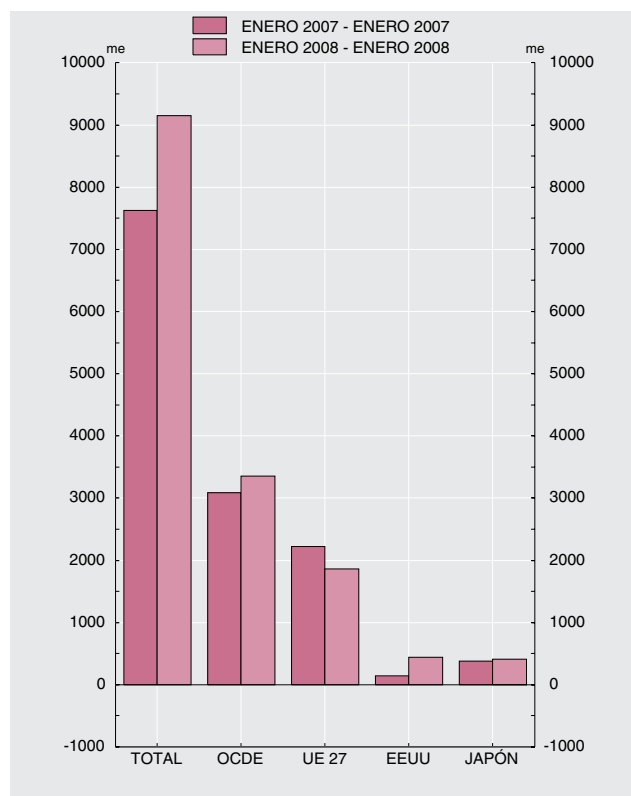
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

# 7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

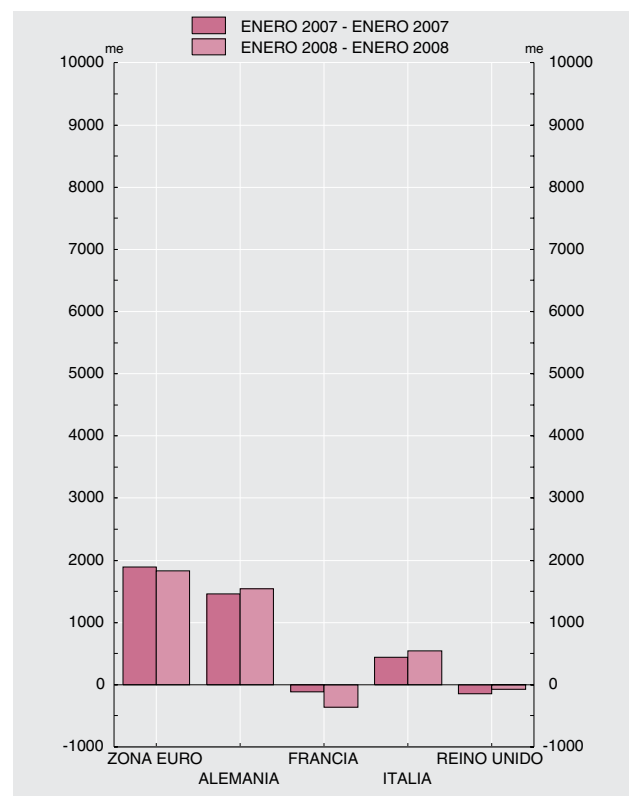
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
		Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27		Del cual:							
			Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón					
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
02		-42 000	-16 786	-18 192	-12 970	-3 436	-3 312	1 406	1 430	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-4 975	-2 176
03		-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600
04		-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104
05		-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411
06		-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564
07	P	-98 952	-38 583	-36 711	-22 949	-441	-8 919	-1 872	456	-52 074	-2 358	-4 708	-15 816	-4 025	-16 583	-4 349
07 E-E		-7 624	-2 219	-1 896	-1 456	112	-438	-323	150	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-1 408	-354
08 E-E		-9 152	-1 863	-1 834	-1 546	367	-542	-29	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339
07 Ene		-7 624	-2 219	-1 896	-1 456	112	-438	-323	150	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-1 408	-354
Feb		-6 889	-2 348	-2 358	-1 756	167	-605	9	145	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-1 219	-341
Mar		-7 804	-2 801	-2 802	-1 840	170	-642	1	183	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-1 196	-355
Abr		-7 660	-3 304	-3 047	-1 908	-68	-749	-257	-113	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-1 049	-285
May		-7 924	-2 832	-2 697	-1 974	153	-714	-135	81	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-1 303	-394
Jun		-8 316	-3 578	-3 582	-2 199	-24	-897	4	188	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-1 303	-540
Jul		-8 661	-3 195	-3 195	-2 052	102	-881	1	132	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-1 541	-361
Ago		-7 820	-2 994	-2 643	-1 355	-203	-731	-350	-142	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-1 590	-250
Sep		-8 410	-3 159	-2 978	-1 934	-45	-728	-182	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	-357
Oct		-9 310	-3 758	-3 518	-2 132	17	-849	-240	-94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	-340
Nov		-8 699	-3 595	-3 467	-2 130	-102	-807	-127	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386
Dic		-9 835	-4 800	-4 527	-2 212	-720	-878	-273	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386
08 Ene		-9 152	-1 863	-1 834	-1 546	367	-542	-29	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339

## DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



## DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

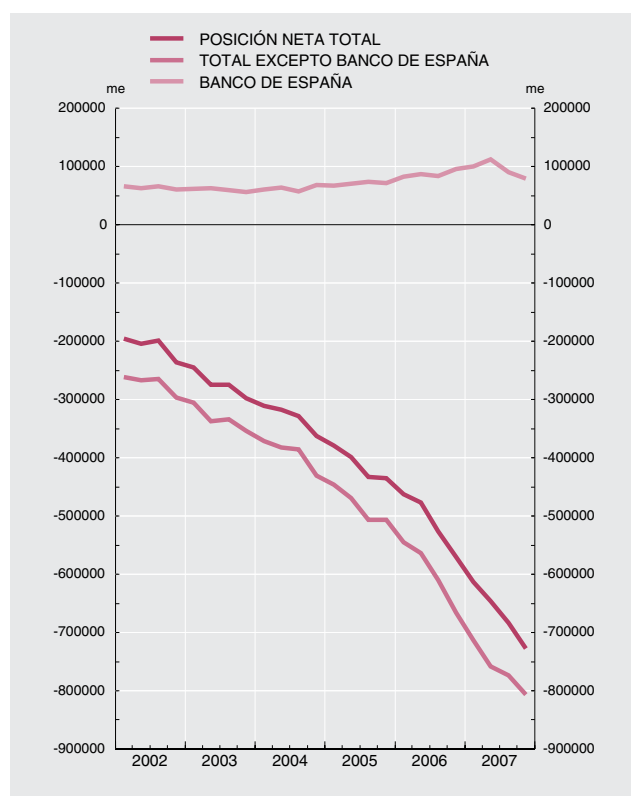
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

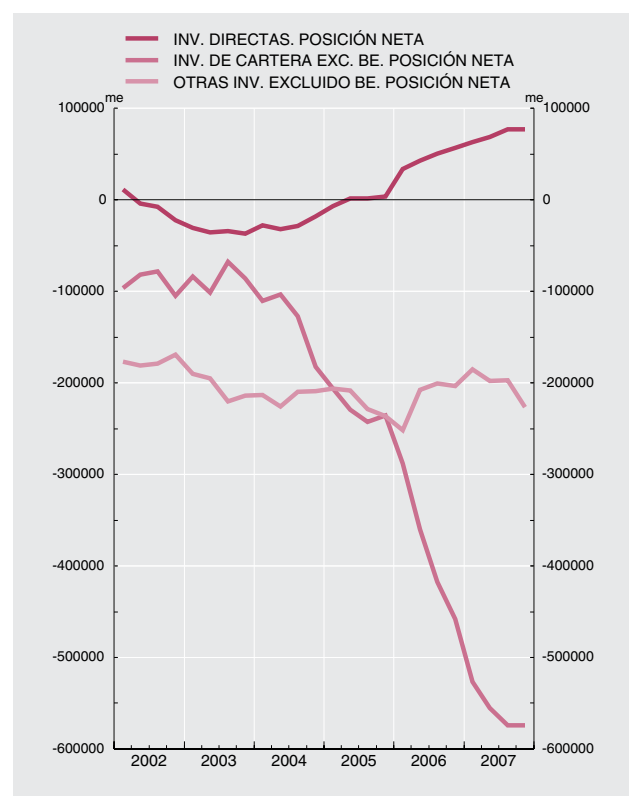
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)		
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)							
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16			
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	...	73,7	37,3	36,0	0,4		
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4		
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4		
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4		
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6		
04 / IV	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7		
05 /	-378,8	-446,0	-7,3	288,1	295,4	-232,7	366,5	599,2	-206,0	239,5	445,4	-	67,2	13,3	25,2	28,7		
II	-398,7	-468,9	1,1	299,6	298,5	-261,4	390,8	652,2	-208,5	254,9	463,4	-	70,2	13,7	22,0	34,5		
III	-432,8	-506,4	1,4	303,6	302,3	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4		
IV	-435,0	-506,7	3,4	317,9	314,5	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1		
06 /	-462,3	-544,8	33,8	348,5	314,7	-327,1	476,7	803,8	-251,5	284,8	536,3	-	82,4	15,4	26,8	40,3		
II	-476,4	-563,7	43,0	363,8	320,8	-399,2	444,3	843,5	-207,5	300,1	507,7	-	87,3	14,6	32,2	40,5		
III	-526,3	-609,7	50,3	380,5	330,2	-459,1	447,7	906,8	-200,8	314,8	515,7	-	83,4	15,0	25,4	43,0		
IV	-570,1	-665,8	56,4	392,6	336,2	-508,9	455,7	964,6	-203,7	326,9	530,6	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6		
07 /	-612,8	-713,2	63,0	398,8	335,8	-579,9	461,0	1 040,9	-185,0	360,4	545,4	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5		
II	-646,2	-758,4	68,6	426,1	357,6	-612,9	471,0	1 083,9	-198,1	364,1	562,3	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5		
III	-684,0	-773,6	76,9	436,0	359,1	-635,5	455,2	1 090,8	-197,1	386,5	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4		
IV	-727,8	-806,7	76,7	463,1	386,4	-638,1	443,3	1 081,4	-226,5	381,8	608,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9		

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.



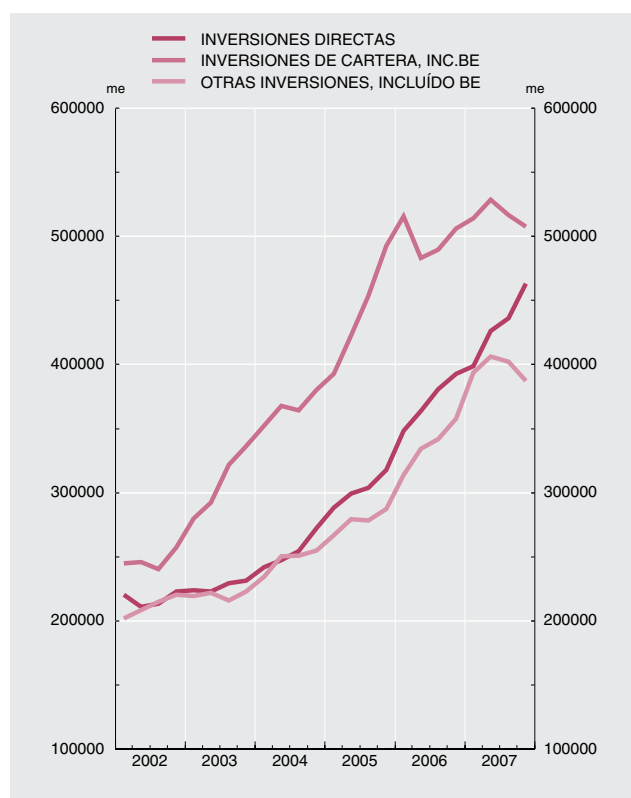
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

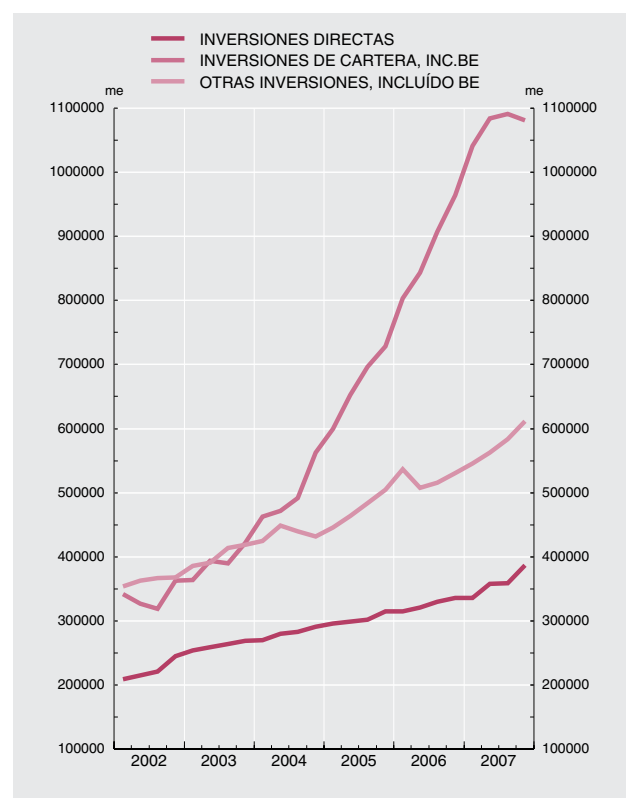
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04 / IV	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 /	267 443	20 629	225 155	70 241	79 829	313 130	184 793	414 446	266 918	445 447	-	-
II	278 521	21 031	229 158	69 311	83 676	339 219	178 505	473 699	279 362	463 496	-	-
III	281 577	22 071	229 623	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
IV	295 784	22 133	239 162	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 /	329 989	18 489	240 318	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	313 733	536 821	-	-
II	342 095	21 671	246 756	74 004	122 047	361 127	206 547	636 951	334 330	507 995	-	-
III	359 863	20 641	250 438	79 808	126 170	363 383	232 494	674 271	341 670	515 967	-	-
IV	370 304	22 327	256 600	79 609	133 193	373 001	245 683	718 897	357 672	530 917	32 973	42 569
07 /	378 458	20 341	259 146	76 664	140 731	373 512	256 533	784 337	393 847	545 729	33 197	44 487
II	410 883	15 267	274 135	83 416	153 759	374 852	269 506	814 353	406 190	562 688	39 921	55 856
III	415 045	20 957	278 154	80 922	142 124	374 617	273 560	817 192	402 392	583 890	44 181	62 069
IV	441 588	21 493	300 516	85 867	134 797	372 789	285 339	796 091	387 044	611 818	44 644	63 493

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

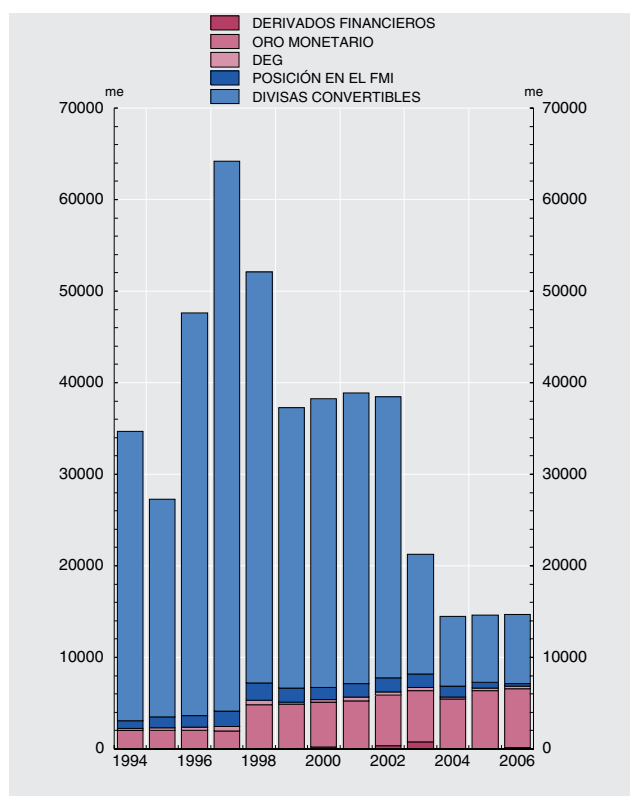
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

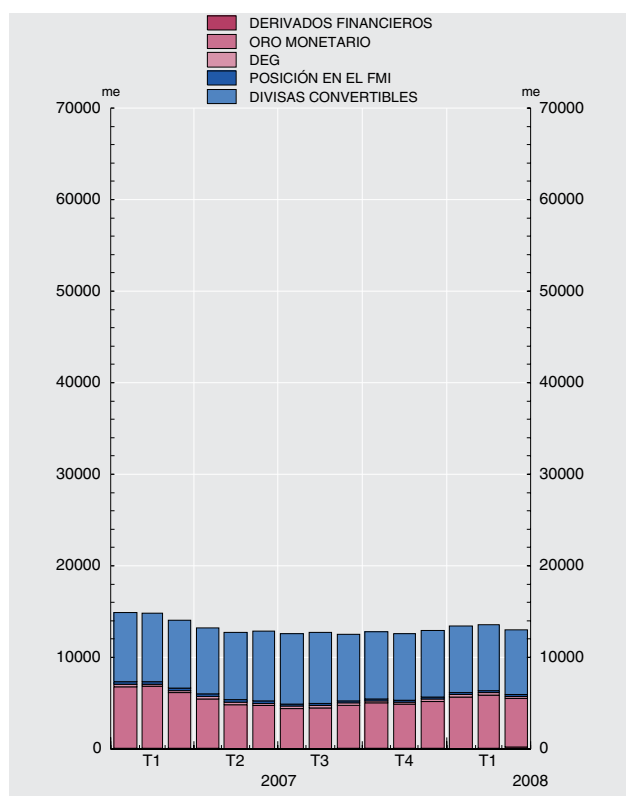
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>							
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>							
Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>							
Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04 /	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
II	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
III	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
05 /	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
II	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
III	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
06 /	1 237 915	214 075	4 628	11	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
II	1 257 904	213 336	3 620	345	191 381	17 991	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
III	1 307 408	214 171	6 070	1 469	188 569	18 062	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
IV	1 370 107	215 559	4 836	662	191 871	18 190	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347
07 /	1 458 006	218 784	4 901	37	195 176	18 670	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026
II	1 517 064	213 524	5 446	440	188 891	18 747	-	683 799	10 672	294 386	269 402	109 340
III	1 533 670	199 644	4 820	1 325	174 952	18 547	-	706 947	14 900	308 877	274 031	109 138
IV	1 547 976	190 036	4 505	875	165 763	18 894	-	724 094	16 893	327 379	265 527	114 295

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
04 /	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088	
II	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075	
III	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331	
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307	
05 /	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712	
II	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573	
III	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893	
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034	
06 /	535	535	321 838	2 905	19 460	408	195 679	102 516	360	510	111 945	46 934	65 011	
II	328	328	350 380	4 283	18 328	330	226 684	99 898	352	506	112 959	48 198	64 761	
III	316	316	373 405	4 641	21 876	830	244 071	101 140	348	499	117 170	51 614	65 556	
IV	281	281	411 168	4 786	22 661	694	275 114	107 087	338	489	120 293	51 928	68 365	
07 /	322	322	453 085	5 303	21 350	541	315 618	109 471	334	467	127 940	52 247	75 692	
II	423	423	479 294	5 418	27 029	1 054	334 524	110 486	331	453	140 023	52 529	87 495	
III	277	277	494 215	2 153	22 099	837	346 336	122 003	339	447	132 588	54 087	78 500	
IV	3 550	3 550	490 228	8	20 108	277	343 396	125 664	329	447	140 067	56 686	83 381	

FUENTE: BE.

# 8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto						Contrapartidas								
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reser-vas mante-nidas por en-ti-da-des de crédito	Certifi-cados de deuda	
	Operac. princi-pales de finan-ciación (inyec-ción)	Operac. de finan-ciación a l/p (inyec-ción)	Operac. de ajus-te estruct. (neto)	Otras	Facili-dad mar-ginal de crédito	Facili-dad mar-ginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extran-jera	Resto (neto)				
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
06 Oct	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 533	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-
Nov	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 397	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-
Dic	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 660	-33 284	5 152	175 819	-
07 Ene	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 242	610 602	13 826	323 822	-43 364	3 374	175 024	49
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-
Abr	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-
May	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-
Jun	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 080	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-
Jul	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-
Ago	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-
Sep	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918	256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-
Oct	442 984	183 479	265 003	-4 978	-14	152	658	244 052	639 176	23 767	327 813	-91 078	8 229	190 703	-
Nov	439 967	171 319	270 460	-1 261	-15	108	645	231 264	640 840	18 081	327 446	-100 211	11 263	197 440	-
Dic	467 641	259 094	274 422	-65 014	-172	314	1 003	239 097	663 813	14 467	331 309	-107 875	20 754	207 790	-
08 Ene	438 144	191 905	268 486	-21 373	-162	199	911	212 476	658 002	13 958	354 556	-104 928	32 944	192 724	-
Feb	442 654	175 548	268 494	-762	-374	158	410	208 735	651 786	14 180	348 530	-108 701	29 424	204 496	-
Mar	470 123	198 667	268 696	3 286	-252	196	470	231 579	659 638	30 235	341 598	-116 696	22 849	215 695	-

# 8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reser-vas mante-nidas por en-tida-des de crédito	Certi-fica-dos del Banco de España	
	Oper. principales de financ. (inyec-ción)	Oper. de finan-cia-ción a l/p (inyec-ción)	Oper. de ajus-te estruct. (neto)	Otras	Facili-dad marginal de crédito	Facili-dad marginal de depó-sito	Total	Billetes	Pasi-vos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extran-jera	Resto (neto)	Total	Frente a resi-dentes UEM	Resto			
16=17+18 +19+20 +21-22	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26+27	24	25	26	27	28=29+ +30	29	30	31	32	
06 Oct Nov Dic	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-
	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-
	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
07 Ene Feb Mar Abr May Jun Jul Ago Sep Oct Nov Dic	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-
	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-
	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-
	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	72	25 505	85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-
	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	32	34 020	84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-
	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	0	33 209	84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-
	18 355	15 804	2 520	2	31	-	2	24 807	85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-
	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	1	21 241	85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-
	20 937	12 319	8 673	-49	-5	-	1	18 791	83 558	11 531	12 559	-63 738	-17 965	-17 669	-296	20 111	-
	35 396	18 311	17 821	-734	-5	3	0	19 773	82 899	14 773	12 779	-65 120	-6 316	-5 873	-443	21 938	-
	40 368	19 314	21 172	-90	-7	-	21	20 305	81 859	17 425	12 812	-66 167	-150	291	-442	20 214	-
	44 086	33 527	18 781	-8 202	-3	-	17	16 401	84 039	12 081	13 456	-66 263	3 854	4 278	-424	23 831	-
08 Ene Feb Mar	39 644	28 261	14 356	-2 957	-1	22	37	13 645	82 646	12 215	15 523	-65 694	4 664	4 993	-328	21 336	-
	44 067	24 201	20 086	-115	-103	1	3	14 257	80 774	14 130	14 185	-66 461	7 667	7 985	-318	22 143	-
	43 937	21 534	22 480	161	-236	-	2	14 101	81 638	13 482	13 662	-67 357	6 267	6 549	-282	23 569	-

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

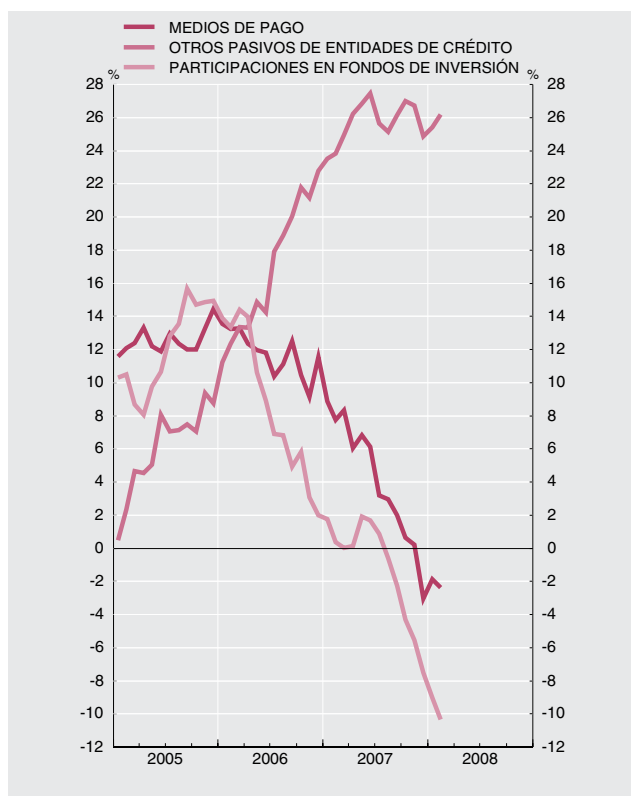
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

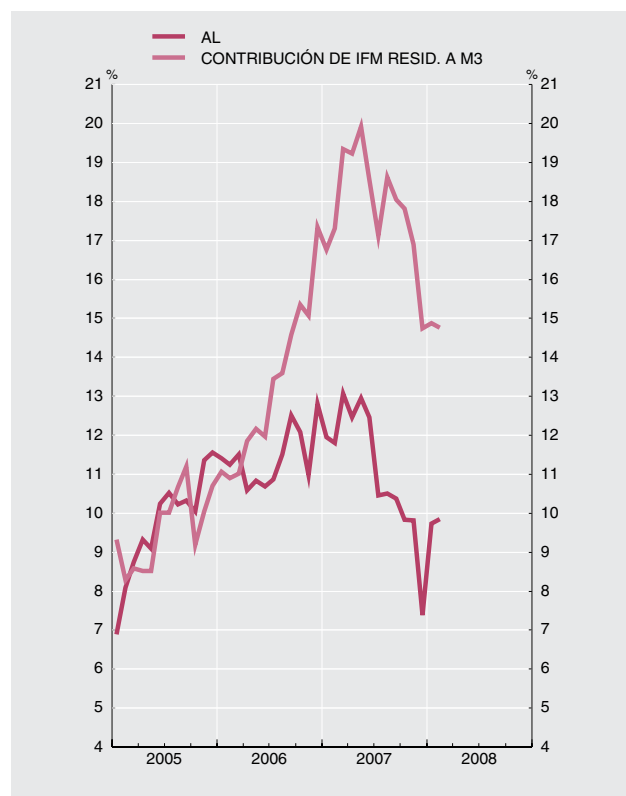
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	459 550	14,4	16,1	14,0	302 252	8,8	10,5	0,0	6,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,6	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	371 166	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07	497 121	-3,0	1,5	-4,1	463 530	24,9	29,8	5,6	-10,7	208 688	-7,5	-4,7	-9,6	7,4	14,7
06 Nov	486 157	9,1	10,6	8,8	358 857	21,1	21,4	27,1	-3,5	226 128	3,1	-9,6	15,1	11,0	15,1
	512 581	11,5	9,9	11,9	371 166	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07 Ene	490 546	8,9	9,2	8,8	379 115	23,5	26,0	17,7	-4,0	225 798	1,8	-9,0	11,1	12,0	16,8
	491 056	7,8	8,6	7,6	385 762	23,8	26,6	16,0	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
	501 750	8,3	8,3	8,4	397 641	25,0	27,7	14,7	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,1	19,3
	491 186	6,0	7,2	5,8	402 135	26,2	28,5	18,7	7,1	228 575	0,1	-2,1	1,8	12,5	19,2
	498 400	6,8	7,2	6,7	410 121	26,9	28,0	22,7	17,9	230 073	1,9	-3,7	6,2	13,0	19,9
	516 493	6,1	6,5	6,0	419 763	27,5	28,5	27,1	5,4	229 351	1,7	-5,9	7,9	12,5	18,6
	502 322	3,2	5,5	2,6	422 469	25,7	27,0	22,6	8,3	227 345	0,9	-5,2	5,7	10,5	17,1
	491 019	3,0	5,9	2,3	430 371	25,1	26,3	22,3	10,5	226 621	-0,6	-3,7	1,9	10,5	18,6
	500 430	2,0	4,7	1,4	437 134	26,2	27,9	19,7	12,1	222 421	-2,3	-3,3	-1,4	10,4	18,0
	484 646	0,6	4,0	-0,2	446 278	27,0	29,8	15,8	5,6	219 244	-4,3	-6,3	-2,8	9,8	17,8
	487 252	0,2	3,0	-0,4	454 750	26,7	30,0	13,8	1,1	213 563	-5,6	-4,8	-6,2	9,8	16,9
	497 121	-3,0	1,5	-4,1	463 530	24,9	29,8	5,6	-10,7	208 688	-7,5	-4,7	-9,6	7,4	14,7
08 Ene	P 481 410	-1,9	0,8	-2,5	475 406	25,4	30,0	5,9	-6,7	205 382	-9,0	7,0	-20,4	9,7	14,9
	P 479 404	-2,4	0,4	-3,0	486 788	26,2	31,2	4,2	-7,4	202 402	-10,3	6,6	-22,3	9,8	14,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

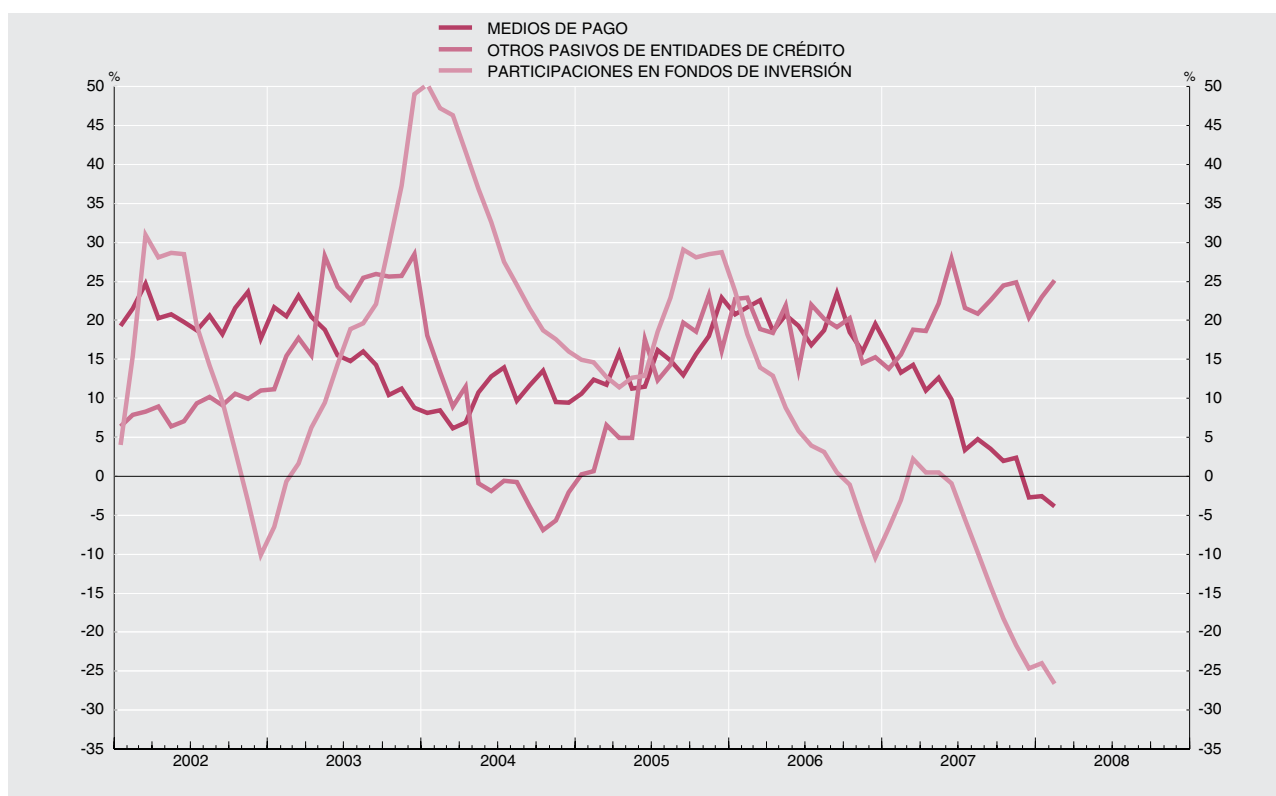
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

		Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
		SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
						Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05		114 876	22,9	72 402	16,1	30,5	1,2	30 552	28,7	14,8	42,8
06		137 357	19,6	83 468	15,3	17,4	12,4	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
07		133 623	-2,7	100 459	20,4	37,4	-3,3	20 614	-24,7	-22,4	-26,3
06	Nov	126 253	16,0	79 539	14,5	19,5	7,8	28 178	-5,9	-12,0	-0,7
	Dic	137 357	19,6	83 468	15,3	17,4	12,4	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
07	Ene	128 823	16,3	82 130	13,8	24,5	0,6	28 093	-6,7	-12,6	-2,0
	Feb	129 819	13,3	83 021	15,6	28,2	-0,1	28 740	-3,1	-6,4	-0,5
	Mar	134 565	14,3	86 804	18,8	30,7	3,7	29 765	2,2	2,4	2,0
	Abr	128 862	11,0	85 308	18,6	28,8	4,9	29 234	0,5	1,5	-0,3
	May	133 554	12,7	88 926	22,1	29,8	11,7	28 803	0,5	-1,9	2,2
	Jun	137 293	9,9	94 396	27,9	36,9	15,2	28 110	-0,9	-4,6	1,9
	Jul	128 420	3,4	91 290	21,6	30,3	9,5	27 078	-5,5	-8,3	-3,4
	Ago	126 227	4,8	94 613	20,9	27,4	11,8	26 205	-9,8	-9,5	-10,0
	Sep	132 591	3,5	96 759	22,6	30,7	11,1	24 966	-14,1	-11,8	-15,9
	Oct	125 602	1,9	97 628	24,5	35,8	8,0	23 620	-18,3	-18,4	-18,2
	Nov	129 238	2,4	99 322	24,9	37,4	6,1	22 070	-21,7	-21,0	-22,2
	Dic	133 623	-2,7	100 459	20,4	37,4	-3,3	20 614	-24,7	-22,4	-26,3
08	Ene	P 125 516	-2,6	100 981	23,0	36,2	2,7	21 358	-24,0	-5,9	-36,8
	Feb	P 124 817	-3,9	103 866	25,1	38,9	3,2	21 097	-26,6	-8,0	-39,7

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

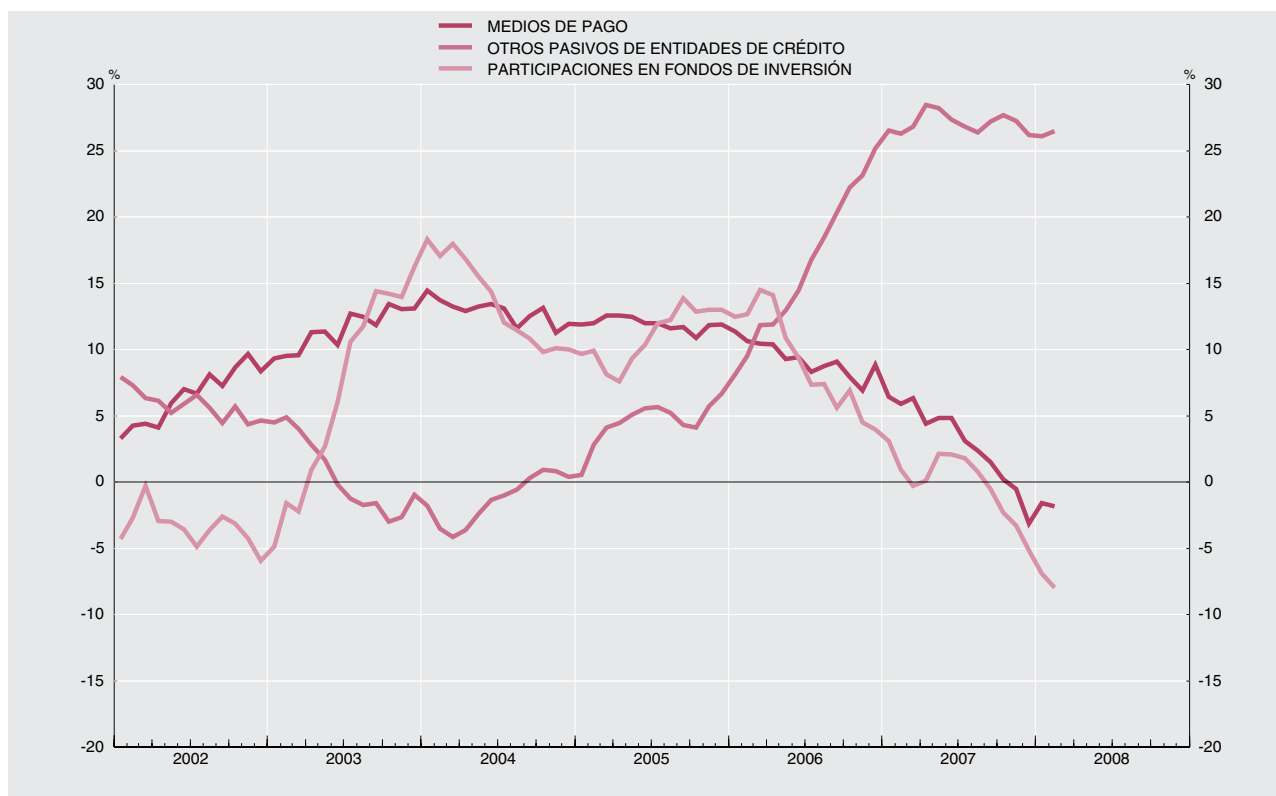
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de a.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>05</b>	344 674	11,9	14,3	11,2	229 849	6,7	7,3	1,6	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 698	25,2	23,8	36,8	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07</b>	363 498	-3,1	1,9	-4,6	363 071	26,2	28,4	8,9	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>06 Nov</b>	359 904	6,9	9,8	6,1	279 317	23,2	21,8	35,2	197 950	4,5	-9,2	17,8
<b>Dic</b>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 698	25,2	23,8	36,8	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07 Ene</b>	361 723	6,4	8,6	5,8	296 985	26,5	26,2	28,8	197 705	3,1	-8,5	13,3
<b>Feb</b>	361 237	5,9	8,1	5,3	302 741	26,3	26,3	26,0	197 014	0,9	-7,2	7,6
<b>Mar</b>	367 185	6,3	7,8	5,9	310 838	26,8	27,1	24,6	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<b>Abr</b>	362 324	4,4	6,9	3,6	316 827	28,5	28,4	28,8	199 340	0,1	-2,6	2,1
<b>May</b>	364 846	4,8	7,0	4,2	321 196	28,2	27,7	32,5	201 270	2,1	-3,9	6,8
<b>Jun</b>	379 200	4,8	6,4	4,4	325 367	27,4	26,9	30,6	201 241	2,1	-6,1	8,8
<b>Jul</b>	373 902	3,1	5,4	2,4	331 179	26,8	26,3	30,7	200 266	1,8	-4,8	7,1
<b>Ago</b>	364 792	2,4	5,9	1,3	335 757	26,4	26,1	28,9	200 417	0,8	-2,9	3,7
<b>Sep</b>	367 839	1,5	4,8	0,5	340 375	27,2	27,4	25,9	197 455	-0,5	-2,2	0,8
<b>Oct</b>	359 044	0,2	4,3	-1,0	348 650	27,7	28,7	19,9	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
<b>Nov</b>	358 013	-0,5	3,3	-1,7	355 429	27,2	28,6	16,7	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
<b>Dic</b>	363 498	-3,1	1,9	-4,6	363 071	26,2	28,4	8,9	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08 Ene</b>	P 355 894	-1,6	1,2	-2,5	374 424	26,1	28,8	4,6	184 025	-6,9	8,8	-18,1
<b>Feb</b>	P 354 587	-1,8	0,8	-2,7	382 922	26,5	29,7	1,2	181 305	-8,0	8,7	-19,8

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

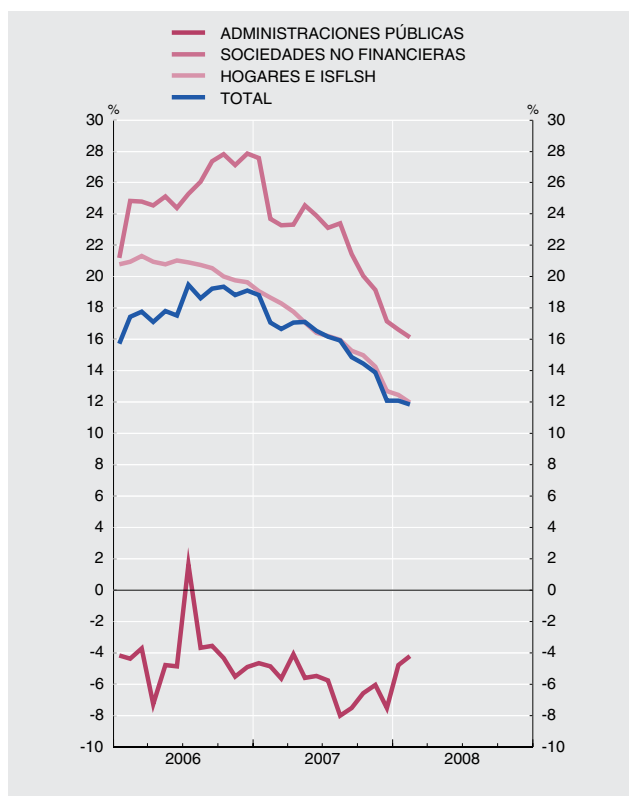
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

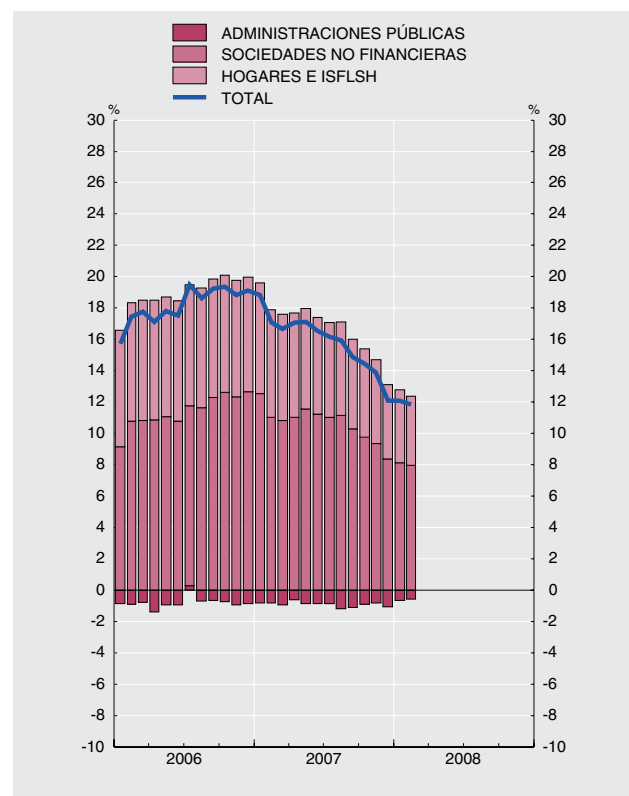
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	1 752 553	238 604	15,8	-4,2	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,9	16,7	9,2	7,5	15,3	0,2	1,3
06	2 091 743	335 329	19,1	-4,9	24,2	27,9	19,6	24,4	134,3	15,6	-0,8	20,0	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
07	2 352 375	252 839	12,1	-7,5	15,2	17,1	12,7	15,9	18,1	10,5	-1,0	13,1	8,4	4,7	11,6	0,3	1,2
06 Nov	2 040 204	31 009	18,8	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-0,9	19,8	12,4	7,4	17,3	1,0	1,5
Dic	2 091 743	49 112	19,1	-4,9	24,2	27,9	19,6	24,4	134,3	15,6	-0,8	20,0	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
07 Ene	2 111 642	19 000	18,8	-4,6	23,7	27,6	19,1	24,3	131,2	13,6	-0,8	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6
Feb	2 124 389	11 830	17,1	-4,8	21,5	23,7	18,7	23,7	61,0	5,5	-0,8	17,9	11,0	6,9	16,5	0,7	0,7
Mar	2 161 813	30 217	16,7	-5,6	21,1	23,3	18,3	23,3	58,4	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,8	16,3	0,6	0,7
Abr	2 165 112	10 828	17,1	-4,1	20,9	23,3	17,8	22,6	56,2	7,9	-0,6	17,7	11,1	6,6	16,1	0,6	1,0
May	2 201 666	36 150	17,1	-5,6	21,3	24,6	17,1	22,5	55,4	10,8	-0,9	18,0	11,6	6,4	16,0	0,6	1,3
Jun	2 258 105	43 718	16,6	-5,4	20,6	23,9	16,4	21,9	29,8	11,9	-0,8	17,4	11,2	6,2	15,6	0,4	1,4
Jul	2 281 699	34 110	16,2	-5,8	20,1	23,1	16,2	21,3	29,9	11,9	-0,9	17,1	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
Ago	2 278 588	-1 334	15,9	-8,0	20,1	23,4	16,0	21,3	30,3	12,1	-1,2	17,1	11,1	6,0	15,3	0,4	1,4
Sep	2 301 754	19 487	14,9	-7,5	18,8	21,5	15,3	19,9	28,1	10,6	-1,1	16,0	10,3	5,7	14,3	0,4	1,3
Oct	2 302 766	6 540	14,5	-6,6	17,9	20,0	15,0	18,7	24,0	11,8	-0,9	15,4	9,8	5,6	13,6	0,4	1,4
Nov	2 327 007	23 904	13,9	-6,0	17,0	19,1	14,2	17,6	21,7	12,5	-0,8	14,7	9,4	5,4	12,9	0,3	1,5
Dic	2 352 375	18 390	12,1	-7,5	15,2	17,1	12,7	15,9	18,1	10,5	-1,0	13,1	8,4	4,7	11,6	0,3	1,2
08 Ene	P 2 374 311	21 927	12,1	-4,8	14,8	16,6	12,5	15,4	18,3	10,8	-0,7	12,8	8,2	4,6	11,2	0,3	1,3
Feb	P 2 381 668	7 439	11,8	-4,2	14,3	16,1	12,0	14,9	13,9	10,7	-0,6	12,4	7,9	4,4	10,9	0,2	1,3

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.



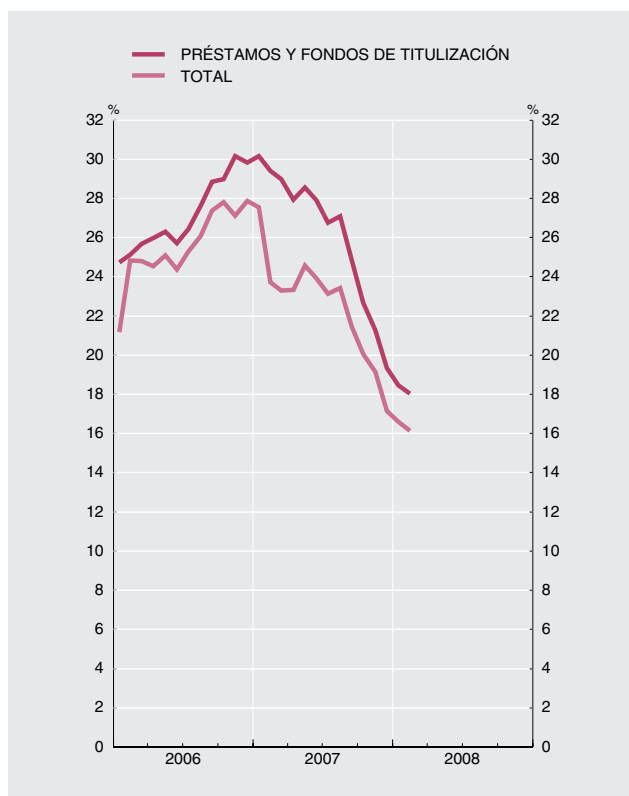
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

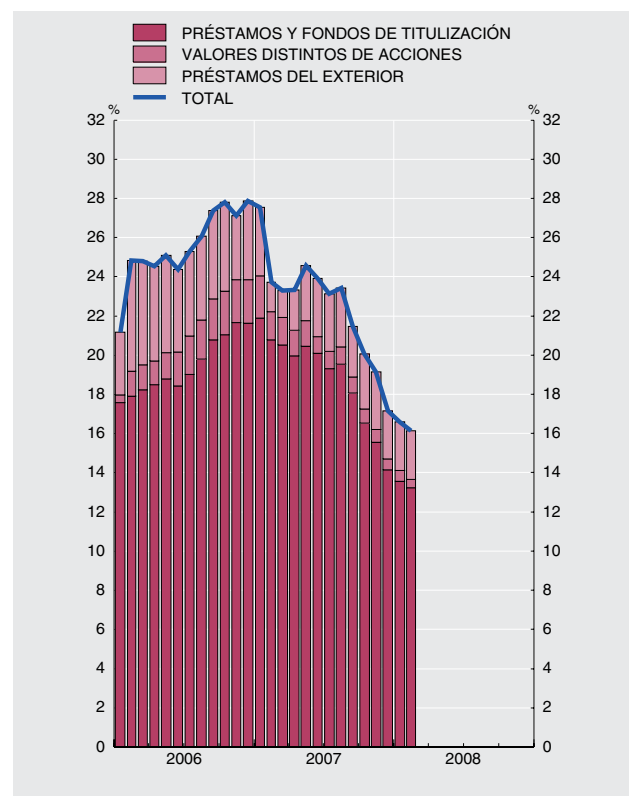
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	9	10	11	12	13	14
<b>05</b>	797 569	139 309	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 133	10,8	3,0	5 581
<b>06</b>	1 024 219	222 278	27,9	750 137	29,8	21,6	30 940	19 370	134,3	2,2	243 142	15,6	4,0	3 230
<b>07</b>	1 209 005	175 529	17,1	894 215	19,3	14,2	36 534	22 951	18,1	0,5	278 256	10,3	2,4	1 166
<b>06 Nov</b>	996 603	16 317	27,1	729 232	30,1	21,7	30 111	18 282	131,0	2,2	237 261	12,4	3,3	3 824
<b>Dic</b>	1 024 219	25 046	27,9	750 137	29,8	21,6	30 940	19 370	134,3	2,2	243 142	15,6	4,0	3 230
<b>07 Ene</b>	1 036 258	11 083	27,6	761 073	30,2	21,9	30 951	19 526	131,2	2,2	244 234	13,6	3,5	3 162
<b>Feb</b>	1 047 340	10 124	23,7	767 415	29,4	20,8	32 085	20 821	61,0	1,4	247 840	5,5	1,5	3 162
<b>Mar</b>	1 069 867	15 218	23,3	783 259	29,0	20,5	32 361	21 172	58,4	1,4	254 247	5,2	1,4	3 079
<b>Abr</b>	1 083 539	21 103	23,3	798 420	27,9	20,0	31 894	21 049	56,2	1,3	253 226	7,8	2,1	3 104
<b>May</b>	1 106 668	22 713	24,6	813 013	28,6	20,5	32 575	21 137	55,4	1,3	261 079	10,7	2,8	2 763
<b>Jun</b>	1 137 287	17 763	23,9	832 546	27,9	20,1	33 410	21 389	29,8	0,8	271 330	11,8	3,0	3 004
<b>Jul</b>	1 157 194	30 390	23,1	854 200	26,7	19,3	35 909	23 321	29,9	0,9	267 085	11,8	2,9	2 759
<b>Ago</b>	1 158 157	2 697	23,4	856 056	27,1	19,5	35 902	23 304	30,3	0,9	266 199	12,0	3,0	2 665
<b>Sep</b>	1 175 456	13 353	21,5	869 184	24,9	18,1	36 432	23 023	28,1	0,8	269 840	10,5	2,6	2 300
<b>Oct</b>	1 180 291	10 305	20,0	874 064	22,7	16,5	36 807	23 338	24,0	0,7	269 420	11,6	2,8	2 142
<b>Nov</b>	1 191 754	11 046	19,1	883 525	21,3	15,6	36 657	23 234	21,7	0,7	271 571	12,4	2,9	1 880
<b>Dic</b>	1 209 005	9 734	17,1	894 215	19,3	14,2	36 534	22 951	18,1	0,5	278 256	10,3	2,4	1 166
<b>08 Ene</b>	P 1 216 641	7 659	16,6	900 622	18,5	13,6	36 607	22 766	18,3	0,5	279 412	10,6	2,5	1 108
<b>Feb</b>	P 1 223 528	6 906	16,1	904 907	18,0	13,2	36 530	22 562	13,9	0,4	282 091	10,5	2,5	1 004

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

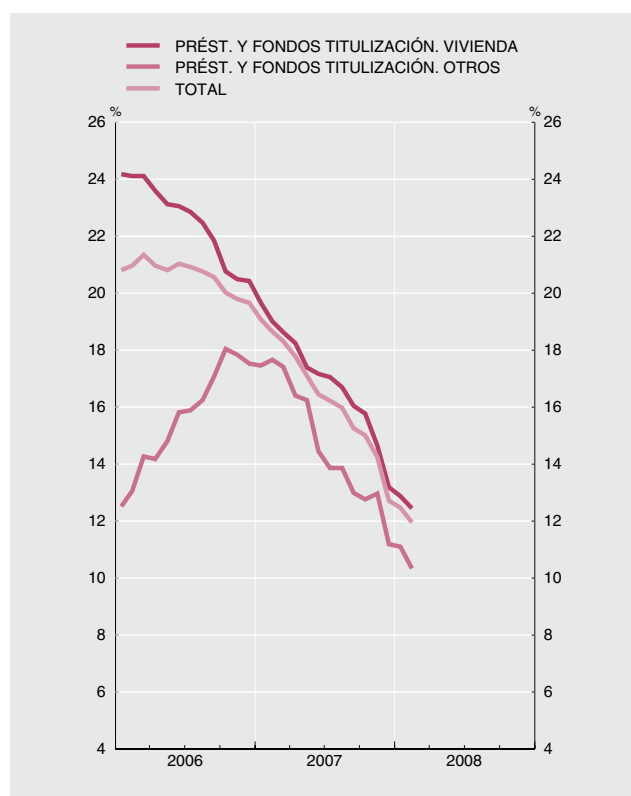
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

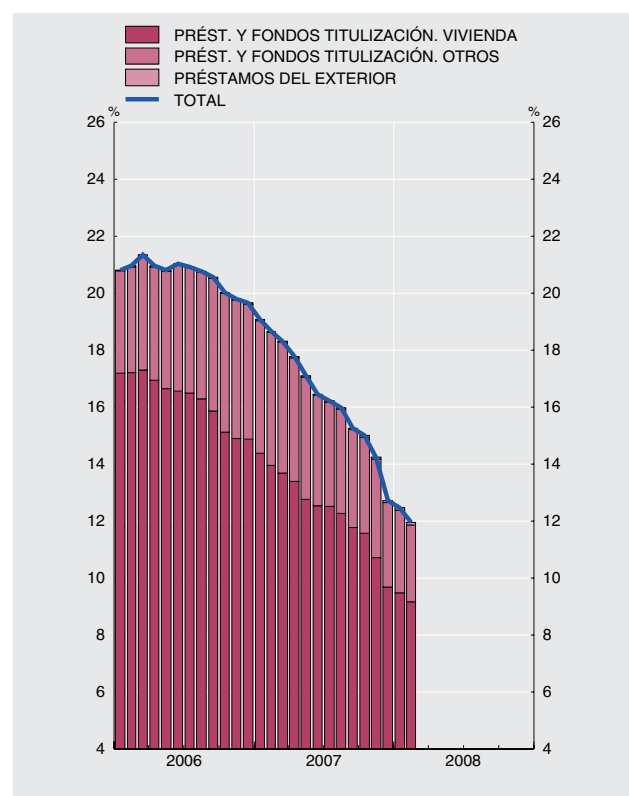
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>05</b>	650 997	112 498	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	7,7	0,0	28 527	3 030
<b>06</b>	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
<b>07</b>	875 905	98 997	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 766	50,4	0,1	27 909	5 802
<b>06 Nov</b>	767 603	15 939	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 132	25,2	0,0	26 587	3 250
<b>Dic</b>	778 372	10 912	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
<b>07 Ene</b>	782 779	4 463	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 174	18,7	0,0	26 423	3 416
<b>Feb</b>	790 516	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 180	18,7	0,0	25 735	3 638
<b>Mar</b>	803 647	13 232	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 236	23,2	0,0	25 708	3 196
<b>Abr</b>	812 276	8 729	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 250	19,9	0,0	26 108	3 333
<b>May</b>	821 190	8 925	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 286	21,2	0,0	25 294	5 101
<b>Jun</b>	838 589	17 534	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 301	19,6	0,0	27 819	5 143
<b>Jul</b>	845 511	6 956	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 374	25,1	0,0	27 842	5 208
<b>Ago</b>	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	32,0	0,0	28 675	5 120
<b>Sep</b>	854 766	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 520	35,2	0,1	27 971	6 211
<b>Oct</b>	863 443	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 600	42,7	0,1	27 708	6 170
<b>Nov</b>	875 890	12 526	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 661	46,7	0,1	27 565	6 049
<b>Dic</b>	875 905	553	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 766	50,4	0,1	27 909	5 802
<b>08 Ene</b>	P 879 016	3 080	12,5	649 168	12,9	9,5	228 039	11,1	2,9	1 809	54,1	0,1	27 588	5 738
<b>Feb</b>	P 883 624	4 670	12,0	653 434	12,4	9,2	228 338	10,3	2,7	1 852	56,9	0,1	29 106	5 661

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

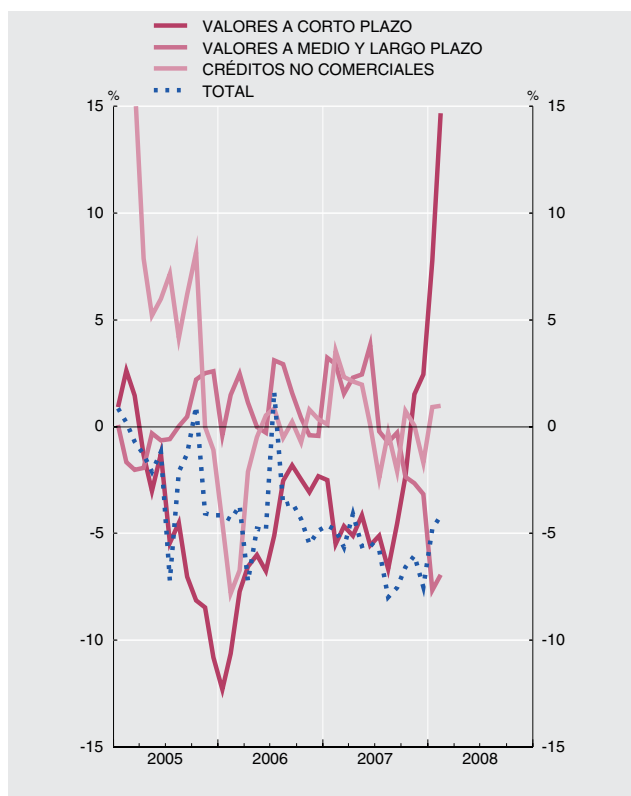
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

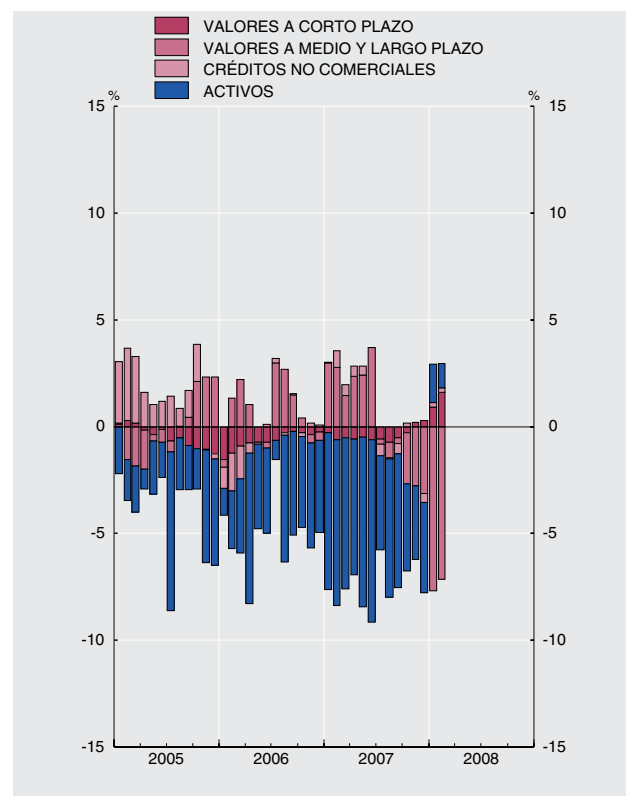
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
					Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos		
		Saldo neto de pasivos	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de depó- sitos (c)	Total	Valores			Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	A corto plazo	Medio y largo plazo		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	
						A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
04		317 189	-879	-0,3	6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	9 509	1,8	-6,2	0,5	12,9	12,1	-0,8	0,5	2,5	-2,4	
05		303 987	-13 202	-4,2	2 573	-4 042	7 366	-751	-695	16 470	0,7	-10,8	2,6	-1,1	22,2	-1,3	2,3	-0,2	-5,0	
06	P	289 152	-14 835	-4,9	-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 301	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	15,0	-0,3	-0,4	0,1	-4,3	
07	P	267 466	-21 686	-7,5	-9 451	792	-9 090	-1 153	2 973	9 262	-2,4	2,4	-3,1	-1,7	12,2	0,3	-3,1	-0,4	-4,2	
06	Sep	P	293 633	-742	-3,6	4 955	1 968	1 450	1 537	-101	5 797	1,0	-1,8	1,6	0,2	17,8	-0,2	1,5	0,0	-4,9
	Oct	P	277 245	-16 387	-4,3	-7 387	-1 988	-4 174	-1 226	-5	9 005	-0,0	-2,5	0,4	-0,7	13,0	-0,3	0,4	-0,2	-4,3
	Nov	P	275 998	-1 247	-5,5	3 619	1 588	1 817	214	-190	5 057	-0,4	-3,1	-0,4	0,8	14,6	-0,4	-0,4	0,2	-4,9
	Dic	P	289 152	13 154	-4,9	982	-1 781	618	2 145	32	-12 203	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	15,0	-0,3	-0,4	0,1	-4,3
07	Ene	P	292 606	3 454	-4,6	4 434	1 638	4 151	-1 354	926	54	2,2	-2,5	3,2	0,1	28,8	-0,3	3,0	0,0	-7,4
	Feb	P	286 533	-6 073	-4,8	640	-3 007	2 607	1 041	71	6 643	2,3	-5,5	2,9	3,5	27,8	-0,6	2,8	0,8	-7,8
	Mar	P	288 300	1 767	-5,6	1 563	2 379	-1 631	815	422	-626	1,1	-4,6	1,5	2,3	25,2	-0,5	1,5	0,5	-7,1
	Abr	P	269 297	-19 003	-4,1	-3 204	-2 692	-124	-389	13 375	2 424	1,6	-5,1	2,3	2,1	16,9	-0,6	2,3	0,5	-6,3
	May	P	273 809	4 512	-5,6	1 210	2 267	35	-1 091	131	-3 433	1,8	-4,1	2,4	2,0	23,8	-0,5	2,4	0,4	-7,9
	Jun	P	282 230	8 421	-5,4	3 142	-2 643	5 649	136	-4 295	-985	2,4	-5,5	3,8	0,1	28,6	-0,6	3,7	0,0	-8,6
	Jul	P	278 994	-3 236	-5,8	-9 922	1 892	-10 458	-1 357	-6 321	-365	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	13,7	-0,6	-0,2	-0,5	-4,4
	Ago	P	270 862	-8 132	-8,0	-4 508	-1 808	-2 043	-657	-158	3 782	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	20,5	-0,7	-0,7	-0,1	-6,5
	Sep	P	271 533	671	-7,5	5 676	2 582	2 769	325	-72	5 077	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	18,7	-0,5	-0,3	-0,5	-6,2
	Oct	P	259 032	-12 500	-6,6	-10 610	-1 178	-10 088	656	1 512	378	-1,8	-2,3	-2,3	0,7	10,5	-0,3	-2,4	0,2	-4,1
	Nov	P	259 363	331	-6,0	3 464	2 868	842	-246	-2 152	5 285	-1,8	1,5	-2,7	0,0	8,5	0,2	-2,8	0,0	-3,4
	Dic	P	267 466	8 102	-7,5	-1 337	-1 505	-800	967	-468	-8 971	-2,4	2,4	-3,1	-1,7	12,2	0,3	-3,1	-0,4	-4,2
08	Ene	A	278 654	11 188	-4,8	-5 323	3 506	-9 229	400	-1 772	-14 739	-4,9	7,8	-7,7	0,9	-5,2	0,9	-7,7	0,2	1,8
	Feb	A	274 517	-4 137	-4,2	4 598	-1 089	4 587	1 100	1 046	7 690	-3,9	14,7	-6,9	1,0	-3,0	1,6	-7,2	0,2	1,1

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

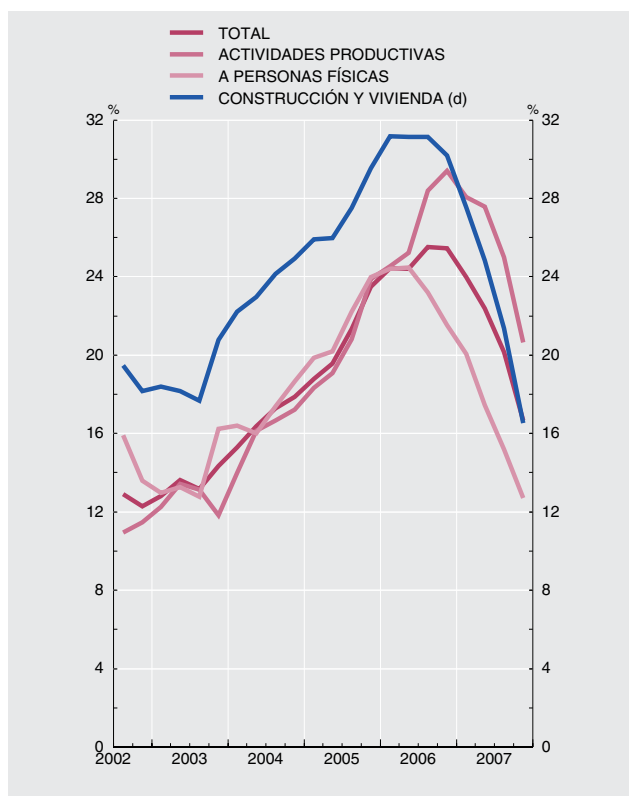
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

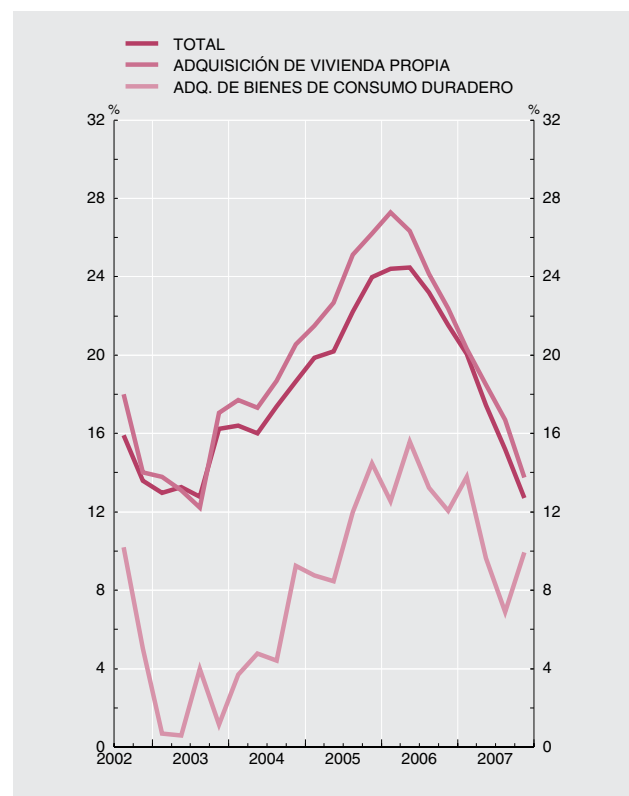
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Servicios inmobiliarios								
															Del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05	202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
03 III	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	70 782	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	397 137
	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722
04 I	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044
	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869
	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 I	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
	1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 I	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 I	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326
	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563
	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 497	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 162

CRÉDITO POR FINALIDADES  
Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS  
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

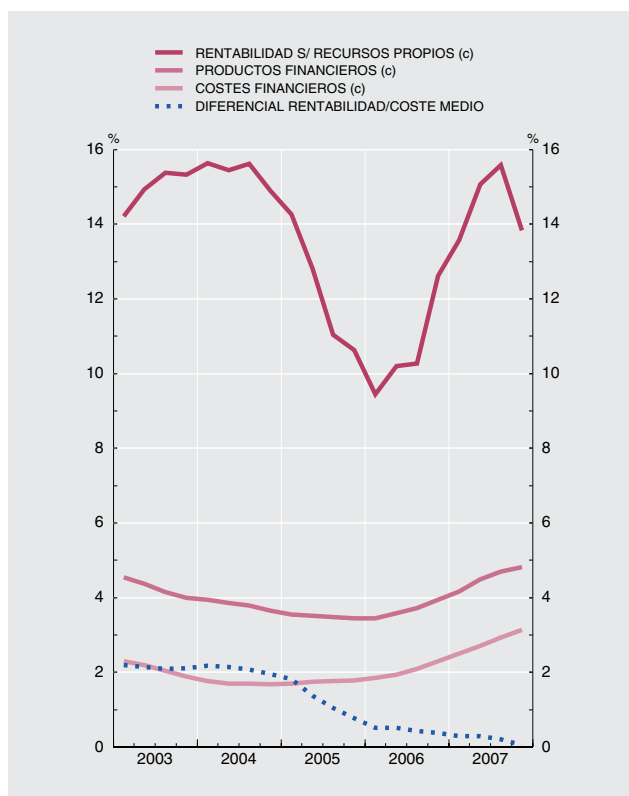
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

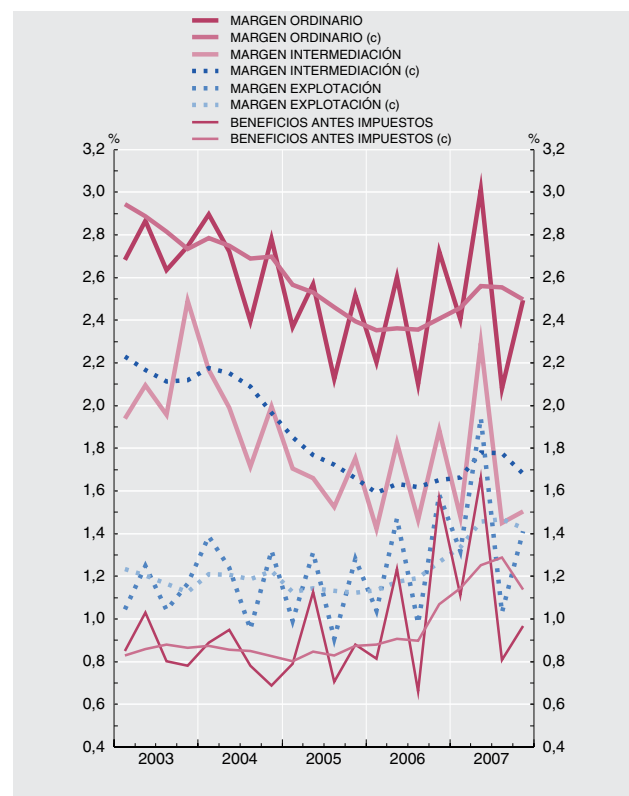
■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
		Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
		1	2	3	4	5	6	De personal	8	9	10	11	12	13	14
04		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
04 IV		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
05 I		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8
05 II	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4
05 III		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0
05 IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06 I		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5
06 II		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5
06 III		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4
06 IV		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
07 I		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3
07 II		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3
07 III		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	10,0	3,4	3,2	0,2
07 IV		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

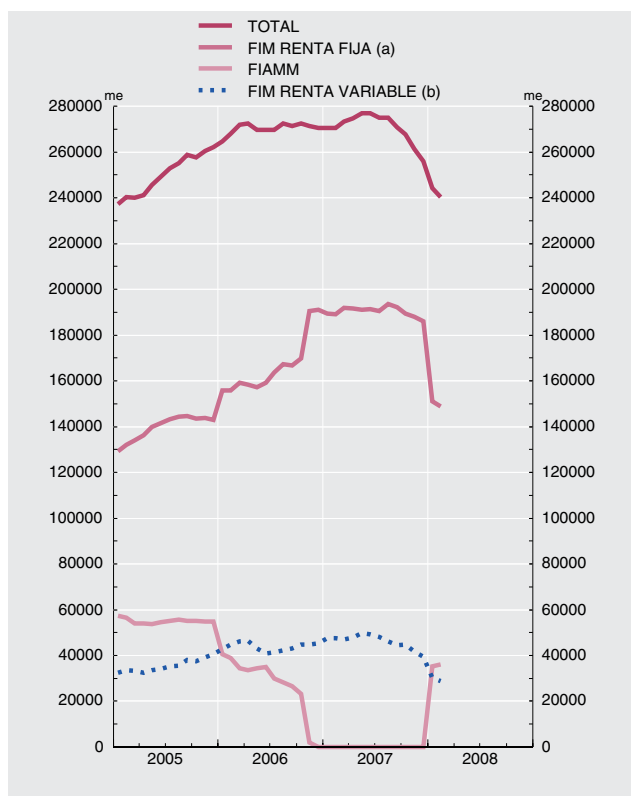
# 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

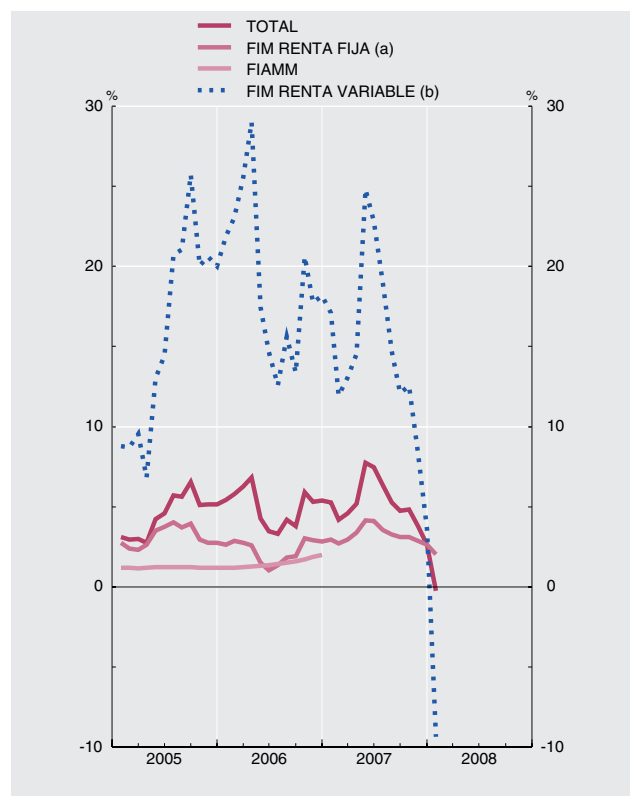
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>06 Oct</b>	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
<b>Nov</b>	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
<b>Dic</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07 Ene</b>	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841
<b>Feb</b>	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
<b>Mar</b>	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
<b>Abr</b>	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
<b>May</b>	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
<b>Jun</b>	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
<b>Jul</b>	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
<b>Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 883
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	P 244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898

## PATRIMONIO



## RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

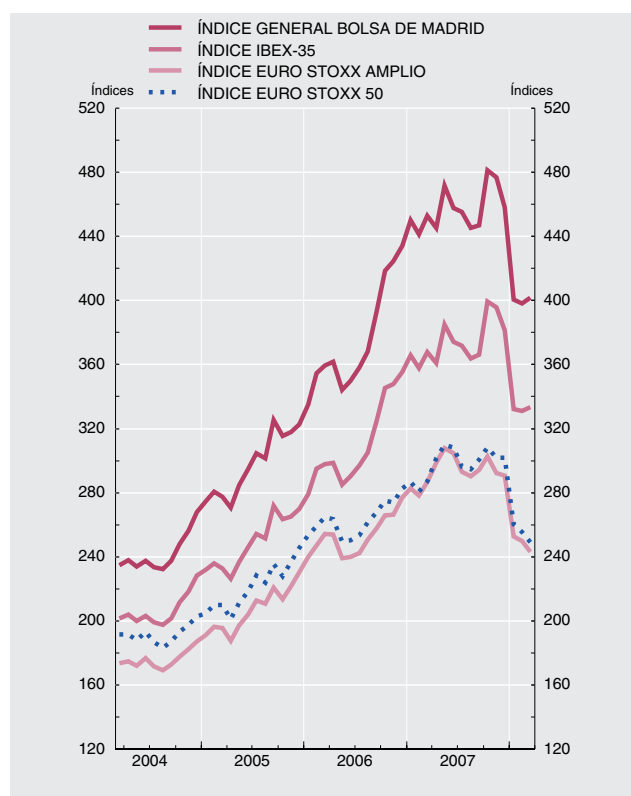
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

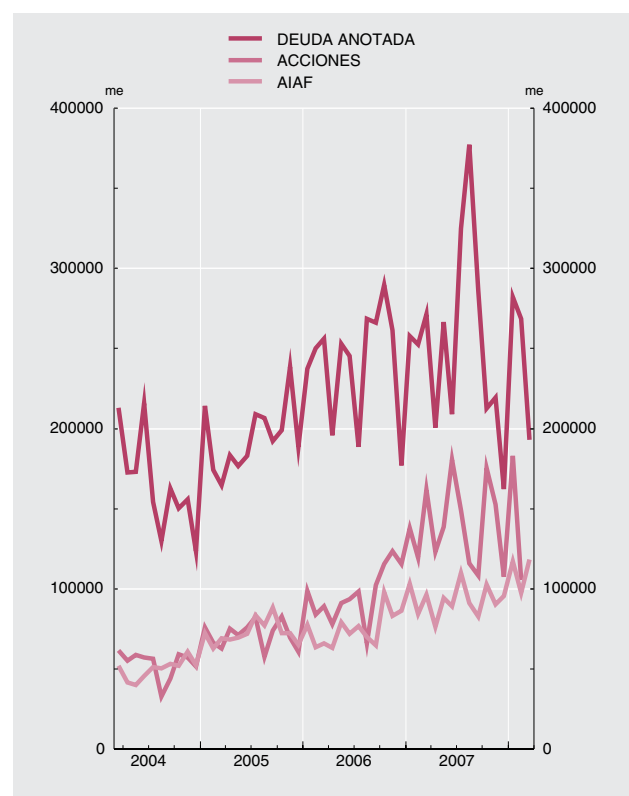
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>06</b>	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
<b>07</b>	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
<b>08</b>	1 433,59	13 223,95	354,73	3 714,91	288 429	13 631	743 599	332 911	-	4 000	-	2 127
<b>06 Dic</b>	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
<b>07 Ene</b>	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
<b>Feb</b>	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
<b>Mar</b>	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
<b>Abr</b>	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
<b>May</b>	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
<b>Jun</b>	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
<b>Jul</b>	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
<b>Ago</b>	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
<b>Sep</b>	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
<b>Oct</b>	1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
<b>Nov</b>	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
<b>Dic</b>	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
<b>08 Ene</b>	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
<b>Feb</b>	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
<b>Mar</b>	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	...	...	193 092	118 222	...	1 466	...	633

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

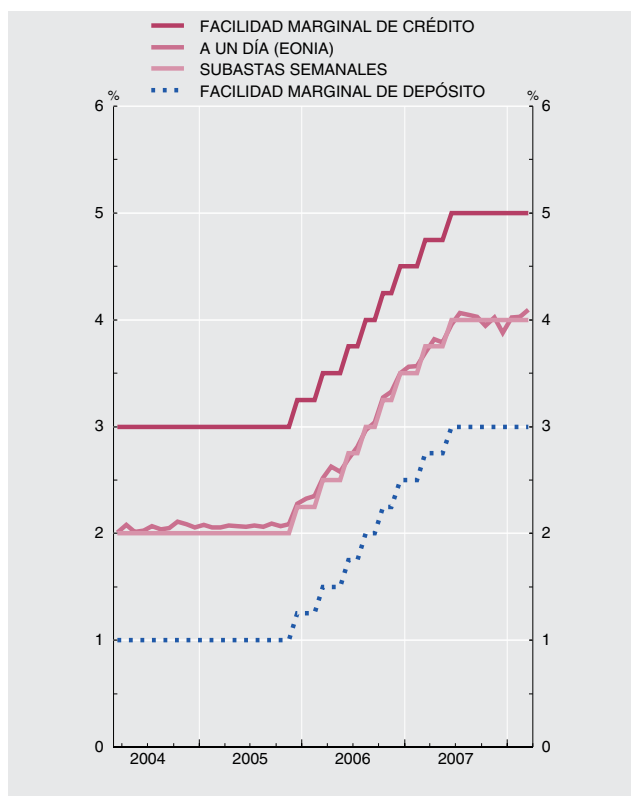
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

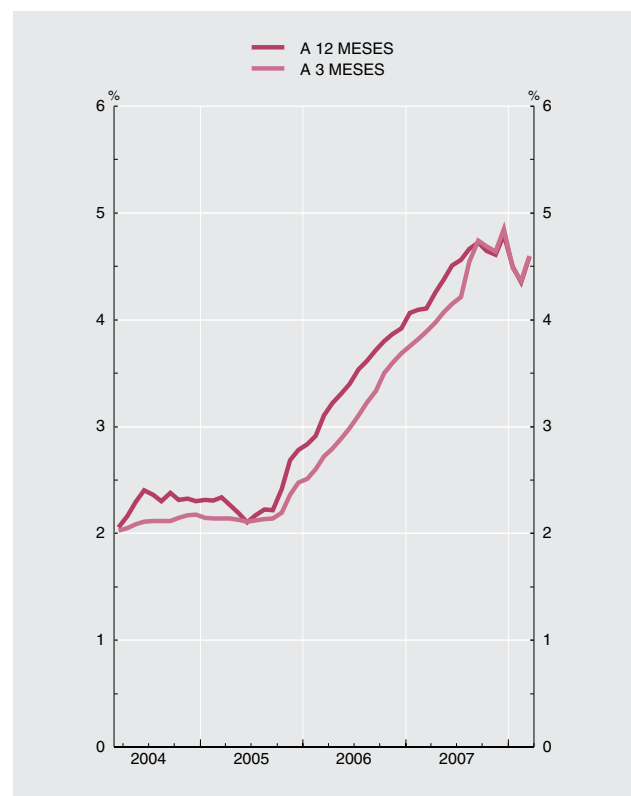
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,23	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	-	4,44	5,00	3,00	4,047	4,23	4,48	4,49	4,48	4,02	4,21	4,47	4,44	4,45	3,97	3,96	3,93	3,59
06 Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,501	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,80	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,563	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	3,87	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,570	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	3,93	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,00	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,10	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,20	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,27	4,48	3,88	3,99	4,01	-
Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,30	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,53	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,70	4,72	3,94	4,00	4,00	-
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,69	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04
Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.



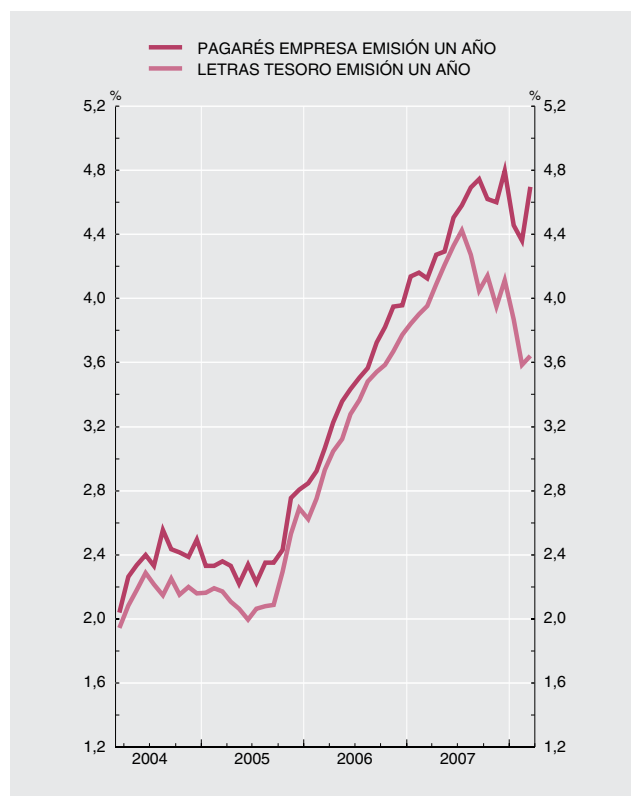
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

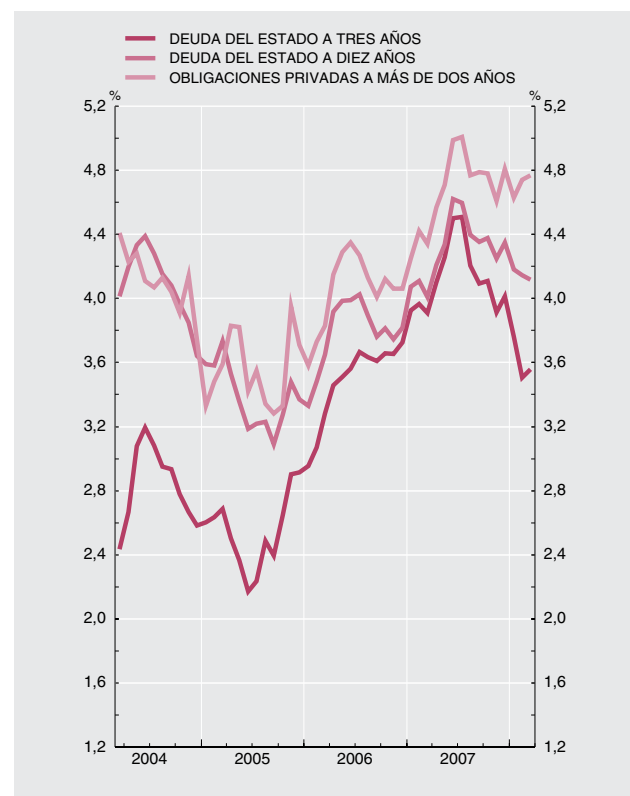
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
06		3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
07		4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08	A	3,70	3,70	4,51	4,55	3,94	3,98	4,20	-	4,79	3,61	4,15	4,71
06 Dic		3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06
07 Ene		3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25
Feb		3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
Mar		3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
Abr		4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
May		4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71
Jun		4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99
Jul		4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01
Ago		4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77
Sep		4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79
Oct		4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78
Nov		3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61
Dic		4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81
08 Ene		3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63
Feb		3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
Mar		3,64	3,71	4,70	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

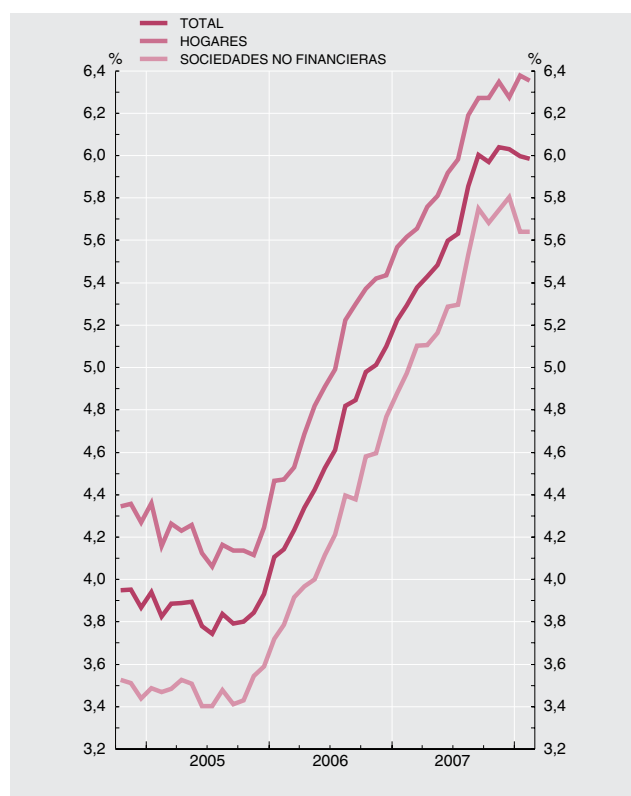
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

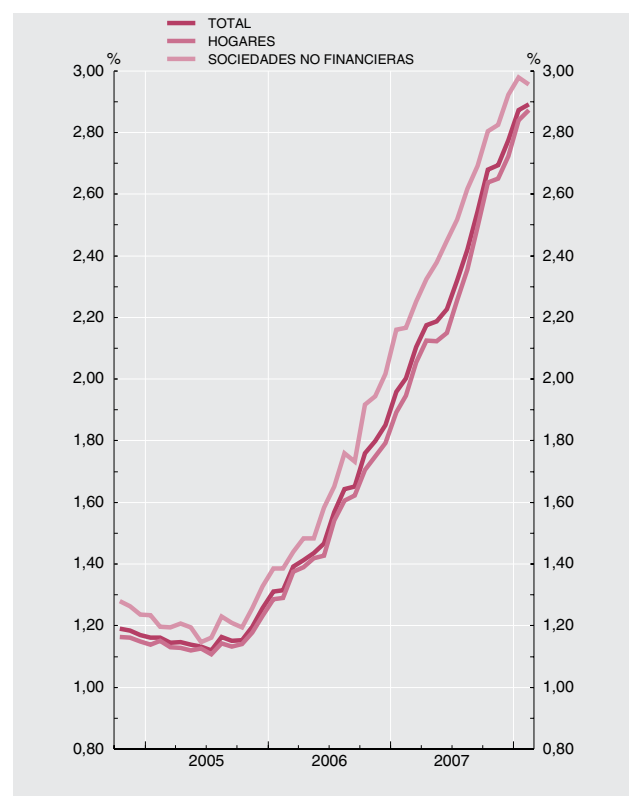
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)									
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (b)		Tipo sintético	A la vista y prea-viso	Depósi-tos a plazo	Cesio-nes tempo-rales	Tipo sintético	A la vista	Depó-sitos a pla-zo	Cesio-nes tempo-rales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
07		6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
08	A	5,99	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02
06 Jul		4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78
Ago		4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89
Sep		4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	4,03	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98
Oct		4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19
Nov		5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27
Dic		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
07 Ene		5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54
Feb		5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53
Mar		5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70
Abr		5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78
May		5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78
Jun		5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96
Jul		5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04
Ago		5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99
Sep		6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02
Oct		5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97
Nov		6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22	4,02
Dic		6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
08 Ene		6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94
Feb	P	5,99	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

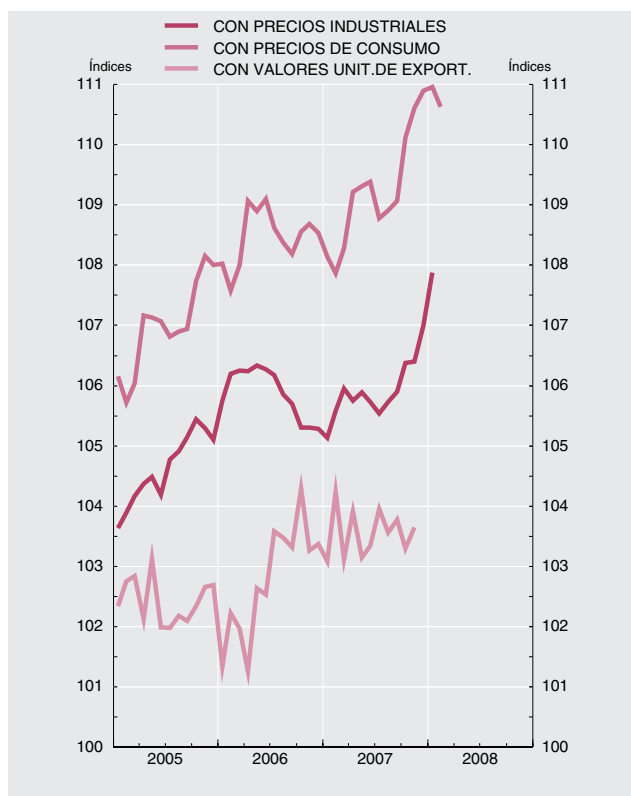
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

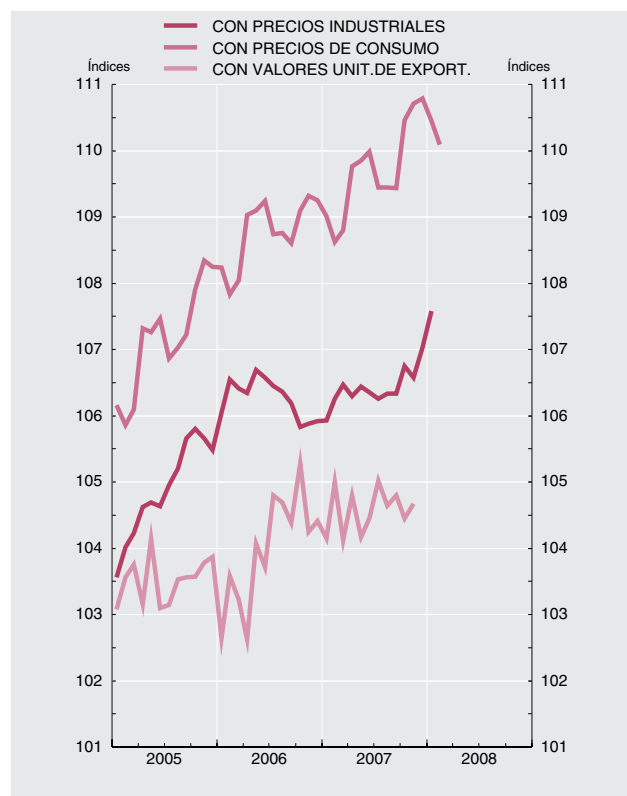
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4		6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14
<b>05</b>	104,6	107,0	105,4	102,4	100,1	104,6	106,9	105,3	102,4	104,9	107,2	106,6	111,7	103,5
<b>06</b>	105,9	108,5	106,7	102,8	100,0	105,9	108,5	106,7	102,8	106,3	108,8	108,1	113,8	104,0
<b>07</b>	105,9	109,2	107,8	...	99,9	106,0	109,3	107,9	...	106,4	109,7	109,5	114,6	...
<b>06 I</b>	106,1	107,9	106,5	101,8	100,0	106,0	107,8	106,5	101,8	106,3	108,0	107,8	115,4	103,1
<b>II</b>	106,3	109,0	106,8	102,1	100,1	106,2	108,9	106,6	102,0	106,5	109,1	107,9	114,2	103,5
<b>III</b>	105,9	108,4	106,2	103,5	100,0	105,9	108,4	106,2	103,5	106,3	108,7	107,6	112,0	104,6
<b>IV</b>	105,3	108,6	107,2	103,6	99,8	105,5	108,8	107,4	103,9	105,9	109,2	108,9	113,6	104,7
<b>07 I</b>	105,6	108,1	107,5	103,5	99,7	105,9	108,4	107,8	103,7	106,2	108,8	109,3	116,1	104,4
<b>II</b>	105,8	109,3	107,5	103,5	99,8	106,0	109,5	107,7	103,6	106,4	109,9	109,2	113,4	104,5
<b>III</b>	105,7	108,9	107,4	103,8	99,8	105,9	109,1	107,6	103,9	106,3	109,4	109,2	113,3	104,8
<b>IV</b>	106,6	110,5	108,7	...	100,3	106,3	110,3	108,5	...	106,8	110,7	110,2	115,8	...
<b>07 Jun</b>	105,7	109,4	...	103,3	99,8	105,9	109,6	...	103,5	106,4	110,0	...	...	104,4
<b>Jul</b>	105,5	108,8	...	104,0	99,7	105,8	109,1	...	104,2	106,3	109,4	...	...	105,0
<b>Ago</b>	105,7	108,9	...	103,6	99,8	105,9	109,1	...	103,7	106,3	109,4	...	...	104,6
<b>Sep</b>	105,9	109,1	...	103,8	100,0	105,9	109,1	...	103,8	106,3	109,4	...	...	104,8
<b>Oct</b>	106,4	110,1	...	103,3	100,1	106,3	110,1	...	103,2	106,7	110,5	...	...	104,5
<b>Nov</b>	106,4	110,6	...	103,6	100,3	106,1	110,3	...	103,4	106,6	110,7	...	...	104,7
<b>Dic</b>	107,0	110,9	...	...	100,5	106,5	110,4	...	...	107,0	110,8	...	...	...
<b>08 Ene</b>	107,9	111,0	...	...	100,9	107,0	110,0	...	...	107,6	110,5	...	...	...
<b>Feb</b>	...	110,6	...	...	100,9	...	109,7	...	...	...	110,1	...	...	...
<b>Mar</b>	...	...	...	...	101,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

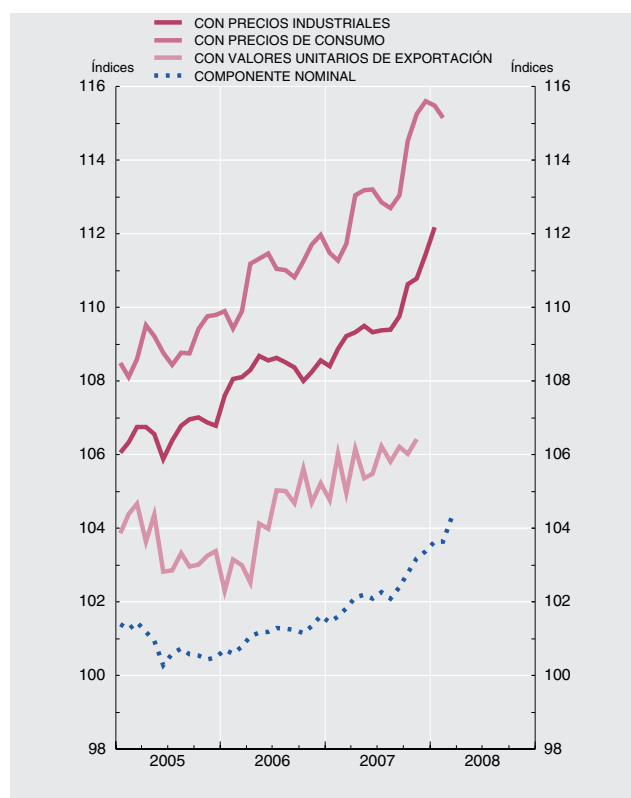
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

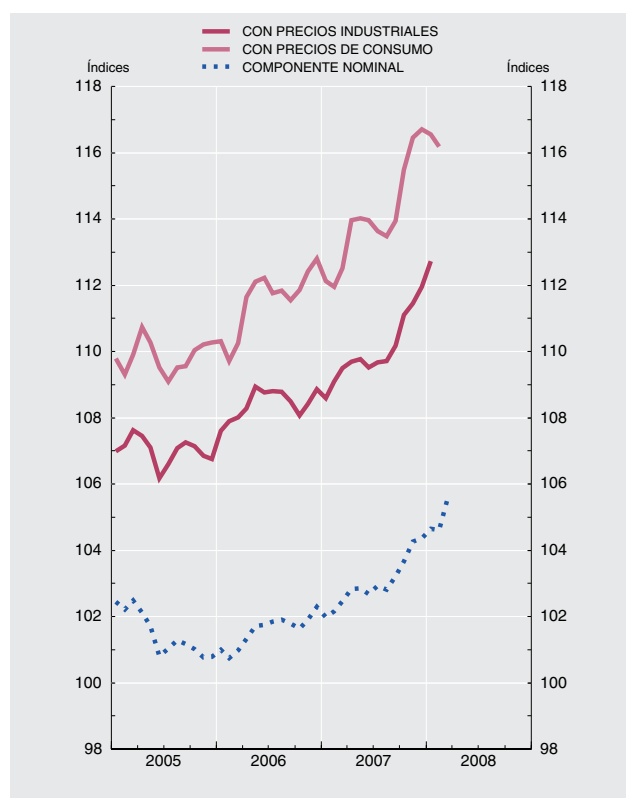
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
<b>05</b>	106,6	109,0	113,8	103,5	100,8	105,7	108,1	112,8	102,7	107,0	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	115,6	104,1	101,1	107,1	109,7	114,3	103,0	108,4	111,5	101,6	106,7	109,8
<b>07</b>	109,7	113,2	117,6	...	102,3	107,2	110,6	115,0	...	110,0	114,0	103,0	106,8	110,7
<b>06 I</b>	107,9	109,8	116,9	102,8	100,7	107,2	109,0	116,1	102,1	107,8	110,1	100,9	106,9	109,1
<b>II</b>	108,5	111,3	116,2	103,5	101,1	107,3	110,1	114,8	102,4	108,7	112,0	101,6	106,9	110,2
<b>III</b>	108,5	111,0	114,0	104,9	101,3	107,1	109,6	112,6	103,6	108,7	111,7	101,8	106,7	109,7
<b>IV</b>	108,3	111,6	115,5	105,2	101,4	106,8	110,1	113,9	103,8	108,5	112,4	101,9	106,4	110,2
<b>07 I</b>	108,8	111,5	118,0	105,2	101,6	107,1	109,7	116,1	103,5	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
<b>II</b>	109,4	113,1	116,4	105,7	102,1	107,1	110,8	113,9	103,5	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
<b>III</b>	109,5	112,9	116,3	106,1	102,2	107,1	110,4	113,7	103,8	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
<b>IV</b>	111,0	115,1	119,9	...	103,1	107,6	111,7	116,2	...	111,5	116,2	104,1	107,1	111,6
<b>07 Jun</b>	109,3	113,2	...	105,5	102,1	107,1	110,9	...	103,3	109,5	114,0	102,7	106,7	111,0
<b>Jul</b>	109,4	112,8	...	106,2	102,3	107,0	110,4	...	103,9	109,7	113,6	102,9	106,5	110,4
<b>Ago</b>	109,4	112,7	...	105,8	102,1	107,1	110,4	...	103,6	109,7	113,5	102,8	106,7	110,4
<b>Sep</b>	109,8	113,1	...	106,2	102,4	107,2	110,4	...	103,7	110,2	113,9	103,2	106,7	110,4
<b>Oct</b>	110,6	114,5	...	106,0	102,8	107,6	111,4	...	103,2	111,1	115,5	103,7	107,2	111,4
<b>Nov</b>	110,8	115,3	...	106,4	103,2	107,4	111,7	...	103,1	111,5	116,5	104,3	106,9	111,7
<b>Dic</b>	111,4	115,6	...	...	103,4	107,8	111,8	...	...	112,0	116,7	104,4	107,3	111,8
<b>08 Ene</b>	112,2	115,5	...	...	103,6	108,2	111,4	...	...	112,7	116,6	104,7	107,7	111,4
<b>Feb</b>	...	115,2	...	...	103,6	...	111,1	...	...	...	116,2	104,6	...	111,1
<b>Mar</b>	...	...	...	...	104,3	...	...	...	...	...	...	105,6	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

FEB 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41</p> <p>Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61</p> <p>La recuperación del crédito bancario en América Latina 71</p>
MAR 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47</p> <p>Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57</p> <p>Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 81</p> <p>La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111</p>
ABR 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73</p> <p>La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83</p> <p>El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99</p> <p>Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109</p> <p>Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145</p>
MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 19</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37</p> <p>Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55</p> <p>Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67</p> <p>Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83</p> <p>El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113</p>
JUL-AGO 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79</p> <p>La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131</p>
SEP 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA 59</p> <p>La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana 71</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007 83</p>

	Informe semestral de economía latinoamericana	91
	Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?	119
OCT 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos	89
	El proceso de integración de los mercados de valores	101
	La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM	113
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007	125
	Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes	135
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2007	149
NOV 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa	51
	Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación	61
	La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos	69
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007	87
	Simplificación del crédito del FMI	101
DIC 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005	31
	Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros	67
	El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española	77
	La titulización en España: principales características	89
	La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM	99
	Los desafíos de la política monetaria en Japón	111
ENE 2008	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008	79
	La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa	91
	Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo	105
	Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario	113
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007	125
FEB 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa	31
	Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España	41
	Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual	51
	Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria	61
	La situación energética en Latinoamérica	71
MAR 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	31
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio	43
	Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España	59
	Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España	77
	La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo	89
	Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo	103
ABR 2008	Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero	11
	Informe trimestral de la economía española	23
	Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares	89
	Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares	107
	Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING)	115
	Informe semestral de economía latinoamericana	125
	Regulación financiera: primer trimestre de 2008	151

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.



## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.ª SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.

- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAS: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Delving into country risk.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (\*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (\*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCODE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
--------------------------------------	---